

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)

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)

INDICE

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

Pagina

I. - L'economia internazionale

Problemi e prospettive	9
Andamenti congiunturali e politiche economiche	24
Le bilance dei pagamenti e l'andamento delle riserve	33
I mercati finanziari internazionali ed esteri	51
La cooperazione finanziaria internazionale	79

II. - L'economia italiana

EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E FORMAZIONE DEL REDDITO	
L'andamento congiunturale e il bilancio economico nazionale	93
La domanda interna	101
L'offerta interna	115
L'occupazione, la produttività e i prezzi	123
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI	151
LA FINANZA PUBBLICA	183
MERCATO MONETARIO E MERCATO FINANZIARIO	
La banca centrale e la regolazione della base monetaria	207
L'attività delle aziende di credito	229
Il mercato dei valori mobiliari	263
L'attività degli istituti di credito speciale	287
Il finanziamento dell'economia	309

III. - Considerazioni finali 345

La politica « antirecessione » negli Stati Uniti e i suoi riflessi sul sistema monetario internazionale	346
Profilo dell'economia italiana nel 1970. La domanda interna ed estera. Costi, prezzi, profitti	357
Amministrazione della liquidità esterna e interna. Il credito a breve e a lungo termine. I tassi di interesse	366
Credito, risparmio ed investimento in un'economia di mercato	374

IV. - L'Amministrazione e il bilancio della Banca d'Italia 385

RELAZIONE DEI SINDACI 409

SITUAZIONE GENERALE E CONTO PROFITTI E PERDITE 415

APPENDICE (*in volume separato*)

Tavole statistiche	5
Note metodologiche	161
Legislazione	167
Glossario	175
Siglaro	183
Indici analitici	187

ASSEMBLEA GENERALE
O R D I N A R I A
DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1971

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

SULL'ESERCIZIO 1970

I. — L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

PROBLEMI E PROSPETTIVE

L'evoluzione economica nei principali paesi industriali, durante il 1970, caratterizzata da una stagnazione negli Stati Uniti più accentuata nella prima metà dell'anno e da un rallentamento più o meno forte altrove soprattutto nella seconda metà, ha dato luogo, nelle sue risultanze globali, ad uno sviluppo annuo del reddito in termini reali che è il più basso per l'intero decennio e pari a circa la metà di quello di lungo periodo. Sebbene gli andamenti congiunturali siano stati profondamente difformi — Stati Uniti, Canada e Regno Unito, da un lato; i rimanenti maggiori paesi industriali, dall'altro — tutte le economie industriali, comprese quelle minori, sono state soggette a un saggio di inflazione, che è il più elevato dal periodo coreano in poi. L'indebolimento della domanda è quindi coesistito con pressioni inflazionistiche diffuse e generalizzate di forza inusitata. Sul finire dell'anno e in questi primi mesi, mentre in alcuni paesi si è andata delineando una tendenza alla ripresa, nessun segno evidente è ancora apparso di una decelerazione del processo inflazionistico, cosicché fragili appaiono le basi della nuova espansione e assai incerte le prospettive di una sostenuta prosecuzione.

Le ragioni di risultati globali in termini di reddito così mediocri vanno ricercate non solo nelle politiche di contenimento della domanda, rese necessarie dall'eccessivo riscaldamento congiunturale al quale aveva portato l'impeto stesso della fase ascendente del ciclo iniziata nel 1968, ma altresì nell'instabilità dell'offerta per prolungate controversie sindacali, che hanno profondamente inciso sulla fiducia degli investitori e dei consumatori nella continuazione di un normale andamento dell'attività economica e dell'occupazione.

Le pressioni inflazionistiche, le cui origini più lontane si situano negli Stati Uniti dopo la fine del periodo di stabilità goduto durante

la prima metà del decennio e che vennero successivamente alimentate dal comportamento della domanda nei maggiori paesi europei e in Giappone, hanno ricevuto il principale impulso durante l'anno dal soddisfacimento di richieste salariali molto elevate e concentrate in un breve periodo di tempo. Tale fenomeno si è accompagnato, soprattutto nel settore industriale, ad una diminuzione del ritmo di sviluppo della produttività. L'incremento dei costi unitari si è quindi ovunque accelerato con punte particolarmente inquietanti nei più importanti paesi della CEE, ad esclusione della Francia, e nel Regno Unito. Dato il generalizzato clima inflazionistico, l'incremento dei costi unitari si è tradotto, anziché in un deterioramento delle bilance dei pagamenti correnti, in un aumento dei prezzi: laddove più pronunciato è stato il rallentamento della domanda, si è avuta anche una ripercussione sui profitti, ciò che ha contribuito a mettere in moto una spirale discendente.

Il rallentamento dello sviluppo del reddito si è riflesso in una minor crescita del commercio mondiale, il quale peraltro si è ancora mantenuto su alti livelli grazie alla elevata elasticità delle importazioni dei paesi industriali, il cui interscambio è in proporzione aumentato in maggior misura di quello mondiale. L'ascesa dei prezzi internazionali, pur mostrando la tendenza ad una progressiva decelerazione nel corso del periodo, è stata ancor più accentuata che nel 1969 e ancor più concentrata nel settore dei manufatti; viceversa, i prezzi dei prodotti primari, anche essi con andamento decelerato nel corso dell'anno, sono aumentati mediamente meno della metà; in definitiva, le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo sono peggiorate. La partecipazione al commercio internazionale si è modificata fra i maggiori paesi industriali, soprattutto a beneficio del Giappone e del Canada e a danno dell'Italia e del Regno Unito. In questo primo scorcio di anno, le prospettive sembrano orientate verso una ulteriore decelerazione del tasso di sviluppo del commercio mondiale e dei prezzi internazionali.

Nel 1970 l'andamento delle bilance dei pagamenti è stato caratterizzato da sensibili progressi verso il ritorno all'equilibrio delle partite correnti (riduzione delle eccedenze in Italia e in Germania; miglioramento nei paesi anglosassoni e in Francia) e da una dinamica più equilibrata dei movimenti di capitali a medio e lungo termine, attestata particolarmente dall'accrescimento del flusso netto in provenienza dagli Stati Uniti e dalla diminuzione del deflusso dall'Italia e dalla Germania. Tuttavia, malgrado il miglioramento delle partite commerciali, la situa-

zione della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti rivela un disavanzo di base tuttora di dimensioni assai preoccupanti, e ciò in dipendenza di una esportazione netta di capitale finanziario largamente superiore alle possibilità offerte dall'eccedenza delle partite correnti.

Il quadro generale delle relazioni monetarie internazionali è stato però fortemente perturbato da massicci spostamenti di fondi a breve termine dagli Stati Uniti all'Europa tramite il canale del mercato dell'eurodollaro. Tali spostamenti sono stati principalmente la conseguenza dello sfasamento temporale nell'intonazione delle politiche monetarie sulle due sponde dell'Atlantico: la necessità di un rilancio dell'economia negli Stati Uniti, a cui si è aggiunta quella più immediata di evitare una crisi di liquidità in alcune grandi società, ha indotto la Riserva Federale a perseguire una politica monetaria sempre più espansiva. Ciò ha avuto come conseguenza, grazie anche all'impiego di particolari strumenti di intervento, un massiccio rimborso dei prestiti a breve termine contratti dalle banche americane presso le loro filiali londinesi, e la trasmissione all'euromercato, con effetti amplificati, delle diminuzioni dei tassi a breve termine avutesi negli Stati Uniti. La maggior convenienza degli operatori europei a finanziarsi sul mercato dell'eurodollaro piuttosto che sui rispettivi mercati interni, grazie al differenziale di tasso di interesse che si era venuto a formare, ha prodotto così un trasferimento di fondi da quel mercato alle riserve delle banche centrali. Attraverso questa concatenazione di eventi, si è determinato un considerevole accrescimento delle riserve in valuta di cui i maggiori destinatari, per un ammontare complessivo di circa 12 miliardi di dollari, sono stati, oltre la Germania che ne ha assorbito circa la metà, il Canada, il Giappone, la Francia, l'Italia, l'Olanda e la Svizzera.

L'aumento delle riserve mondiali è risultato dell'ordine di 14 miliardi di dollari (diminuzione delle riserve lorde degli Stati Uniti di 2,5 miliardi; aumento delle riserve degli altri paesi di 16,5 miliardi di dollari). All'accrescimento delle riserve in valuta si sono infatti aggiunti la distribuzione di diritti speciali di prelievo e l'aumento delle posizioni di riserva nel Fondo, neutralizzati per circa la metà dalla diminuzione dell'oro monetario nelle riserve delle banche centrali per i versamenti al Fondo stesso. Hanno contribuito alla formazione della liquidità internazionale, oltre che il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti calcolato sulla base delle transazioni ufficiali, per la parte non finanziata dalle riserve proprie, gli aumenti delle riserve in sterline e in marchi tedeschi, mentre i rimborsi da parte del Regno Unito e di altri paesi dei debiti

di assistenza internazionale hanno avuto per risultato una distruzione di riserve. Tuttavia è degna di nota la circostanza che il secondo fattore di creazione di liquidità internazionale in ordine di importanza è stata la crescente pratica di varie banche centrali di investire le loro riserve, anziché negli Stati Uniti, sull'euromercato, direttamente o indirettamente attraverso la Banca dei regolamenti internazionali e le banche commerciali; nella misura in cui i fondi così impiegati siano stati acquisiti da altre banche centrali vi sarebbe stato un aumento secondario di riserve.

Nel quadro congiunturale così delineato, la ricerca dell'aggiustamento, che avrebbe dovuto ricadere sull'adattamento delle politiche fiscali e sul perseguimento di appropriate politiche dei redditi, è stata invece affidata ancora una volta alle politiche monetarie, alla cui azione si è aggiunta, per il Canada nel 1970 e per alcuni paesi della Comunità nel 1971, la sospensione dei margini di fluttuazione del tasso di cambio. Mentre negli Stati Uniti la politica monetaria, accompagnata da quella fiscale, è divenuta sempre più espansiva dalla fine del 1969, nella quasi generalità degli altri paesi industriali l'intonazione è stata restrittiva per buona parte dell'anno sia per l'esigenza di combattere le tendenze inflazionistiche da domanda o di contenere quelle da costi, sia per quella di salvaguardare l'equilibrio esterno attraverso un'azione sul conto capitale della bilancia dei pagamenti.

Nella seconda metà dell'anno, ad epoche diverse, l'orientamento restrittivo si è progressivamente allentato, più che per esigenze congiunturali interne, a causa delle obiettive difficoltà sia di perseguire una linea indipendente sul piano nazionale di fronte all'impeto dei fattori esterni sia di conseguire apprezzabili risultati di fronte all'azione dei fattori interni. In qualche caso, come in Italia, in presenza di fenomeni sempre più evidenti di stagnazione, la politica monetaria si è orientata in senso nettamente espansivo.

Gli eventi descritti hanno posto alle autorità di governo nuovi problemi e riproposto quelli che già sembravano avviati a soluzione: rimedi all'inflazione da costi senza pregiudicare la formazione del reddito e il volume dell'occupazione, ruolo della politica monetaria nel contesto delle rigidità che provengono da fattori esterni e interni, relazioni monetarie fra gli Stati Uniti e l'emergente Unione economica e monetaria della CEE, funzione della sterlina in una Comunità allargata, primi passi verso l'unificazione delle politiche economiche in quest'ultimo ambito.

Di fronte a una inflazione persistente in condizioni di ristagno produttivo, le autorità di governo si preoccupano dell'incidenza della spinta prezzi-salari sulla posizione competitiva internazionale dei rispettivi paesi, ma soprattutto delle conseguenze interne di essa sulla formazione lorda di capitale, effetti entrambi forieri di un ulteriore rallentamento della domanda di esportazione e di investimento che, rapidamente, conduce ad un calo dell'occupazione, i cui sintomi sono già evidenti in tutti i maggiori paesi industriali.

Per queste ragioni, ai suggerimenti delle banche centrali in favore della introduzione, in una forma o in un'altra, di una politica dei redditi da formulare nell'ambito di accordi programmati tra governi, sindacati e altri compartecipi alla produzione, si sono aggiunti in questi ultimi tempi i pressanti inviti nello stesso senso delle istituzioni economiche internazionali: Fondo monetario, OCSE, Comunità economica europea.

Interventi governativi nella formazione dei prezzi e dei redditi in maniera generale o selettiva hanno avuto luogo in alcuni paesi industriali (in Svezia, dove sono state introdotte procedure obbligatorie, nel Regno Unito e persino negli Stati Uniti) e in un certo numero di paesi minori; in Germania, prosegue l'esperimento di un'azione concertata tra governo, sindacati e rappresentanti dell'industria, del commercio e della banca centrale.

Non è ancora chiaro il grado di efficacia di queste politiche, date anche le diverse caratteristiche congiunturali dei periodi in cui esse sono state iniziate e perseguite: a questo riguardo, si concorda generalmente nel ritenere che il momento migliore per l'attuazione di un intervento sui prezzi e sui redditi sia quello in cui all'inflazione da costi si accompagna una domanda stagnante, e che le garanzie di successo siano meglio assicurate qualora vengano evitati surriscaldamenti eccessivi della domanda. Si è inoltre constatato che, specie nei paesi più grandi, un accordo generale, anche liberamente concluso tra gli associati alla produzione, non diviene sempre operante al livello delle decisioni aziendali. Infine, il più grave ostacolo alla formulazione di una qualsivoglia politica dei redditi è rappresentato dalla circostanza che sindacati e imprese verrebbero costretti a prendere decisioni che non avrebbero autonomamente adottato in quanto, benché corrispondenti nel lungo periodo al loro interesse sotto tutti gli aspetti (massimizzazione dei salari reali, dei profitti e dell'occupazione), vengono giudicate contrastanti con l'interesse immediato.

Per quanto concerne il contenuto di una politica dei redditi a lungo termine, si riconosce generalmente come essenziale una connessione tra progresso dei redditi monetari e progresso della produttività, senza peraltro che uno dei due elementi sia necessariamente da subordinare all'altro. L'obiettivo di una tale politica, la quale non potrebbe in alcun modo sostituirsi alla politica della domanda, dovrebbe essere quello di assicurare uno sviluppo non inflazionistico dell'economia e di ottenere, nello stesso tempo, che le richieste riguardanti la distribuzione del reddito nazionale non siano accolte disordinatamente, come oggi accade, sulla base della precedenza di esse e della forza contrattuale dei richiedenti.

Si avverte ormai generalmente che una tale politica non può essere formulata se non nel quadro delle programmazioni nazionali dello sviluppo del reddito e delle sue componenti, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Gli associati alla produzione dovrebbero, cioè, in quel quadro programmatico, impegnarsi ad accettare un certo sviluppo del prodotto nazionale lordo in termini reali e monetari nonché la relativa ripartizione; così i diversi ordini di priorità verrebbero armonizzati e collegati in modo logico, anziché nella maniera contraddittoria che caratterizza le attuali procedure.

In un contesto di questo genere, le funzioni della banca centrale e della politica monetaria si collocherebbero in un quadro di scelte democraticamente accettabili. L'attuale assetto dei rapporti politici e sociali impedisce quasi ovunque una tale collocazione, in quanto dalla politica monetaria si pretende l'assolvimento di compiti spesso contraddittori (stabilità monetaria, sostegno dello sviluppo, mantenimento di un alto livello di occupazione, equilibrio della bilancia dei pagamenti) che essa da sola non può assolvere. La conciliazione fra stabilità monetaria e sviluppo non dipende infatti solo dall'azione delle autorità monetarie, ma anche da quella degli imprenditori, dei sindacati e dei gruppi organizzati che impongono al mercato le loro condizioni di prezzo. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti dipende da avvenimenti esterni non fronteggiabili su un piano puramente nazionale; ad essi si potrebbe meglio resistere affrontandoli in un più ampio quadro, qual è ad esempio quello rappresentato dalla Comunità economica europea. Lo sviluppo del reddito dipende dalla propensione degli imprenditori ad investire, condizionata a sua volta dalle prospettive di profitto e dal clima politico generale.

In altre parole, la politica monetaria può facilitare il raggiungimento dei diversi obiettivi, ma il rispettivo ordine di priorità deve essere

stabilito in sede governativa, al livello nazionale e comunitario. Solo nel quadro degli orientamenti fissati in sede politica e quando essi siano compatibili, l'azione della banca centrale può assicurare in modo appropriato l'evoluzione della liquidità bancaria, le condizioni di distribuzione del credito, il livello dei saggi di interesse.

Il problema delle relazioni monetarie fra i maggiori paesi industriali, in modo particolare fra gli Stati Uniti e i paesi della Comunità economica europea, presenta tre aspetti: la persistenza di un elevato disavanzo della bilancia di base degli Stati Uniti, il movimento di fondi a breve tra i vari mercati in dipendenza dei diversi orientamenti delle politiche monetarie per esigenze congiunturali interne, gli effetti moltiplicatori che si esercitano nel mercato delle eurodivise.

Non vi è dubbio che nella seconda metà del decennio scorso il deterioramento delle partite correnti degli Stati Uniti, in modo particolare la contrazione del saldo attivo della bilancia commerciale, sia stato il fattore principale della formazione di un elevato disavanzo esterno di base. Vi hanno contribuito il rialzo dei prezzi all'esportazione, più rapido di quello dei maggiori paesi concorrenti, e le svalutazioni di alcune delle principali monete; la partecipazione degli Stati Uniti al commercio mondiale dei manufatti in questi ultimi anni è pertanto diminuita. Il perdurare di una siffatta situazione di squilibrio è manifestamente insostenibile in quanto pone a disposizione del mercato finanziario internazionale liquidità in ammontare o in tempi indesiderati dal resto del mondo; nello stesso tempo è opinione diffusa che il ristabilimento della normalità non possa oramai più essere ricercato attraverso la modificazione delle politiche della domanda, monetarie e fiscali, negli Stati Uniti e negli altri paesi. In particolare, essendo le relazioni fra gli Stati Uniti e la Repubblica federale tedesca determinanti in questo contesto, sembra ai più impossibile che si abbia un parallelo andamento della espansione delle economie dei due paesi in linea con il rispettivo potenziale produttivo, senza che si manifestino forti squilibri delle loro bilance di base, la riduzione dei quali richiederebbe il perseguimento di politiche monetarie aventi un'intonazione così differente che lo squilibrio si produrrebbe dal lato dei movimenti di capitali a breve termine. Questi ultimi, dal canto loro, hanno assunto tali dimensioni per le economie degli altri maggiori paesi industriali ed un tale grado di complessità e di sofisticazione (spostamenti di fondi a breve di non residenti e di residenti, specie di grandi società; modifi-

cazioni nelle dilazioni di pagamento; crediti a breve termine ottenuti all'estero da residenti) che riesce sempre più difficile neutralizzarne gli effetti con l'impiego di una politica monetaria di tipo convenzionale. Sempre maggiormente si ravvisa la necessità che questa venga integrata con gli strumenti del controllo diretto della posizione esterna delle banche e dell'indebitamento all'estero delle imprese.

Mentre le autorità monetarie dei paesi interessati ricercano metodi atti a risolvere quest'ultimo problema, i cui aspetti politici divengono sempre più evidenti perché non si intravede una soluzione valida, all'infuori di una maggiore partecipazione della comunità internazionale alla formulazione delle politiche monetarie nazionali, la questione dell'aggiustamento delle bilance dei pagamenti di base fra l'Europa e gli Stati Uniti continua ad essere discussa nelle più svariate sedi. Le molteplici soluzioni proposte al riguardo si rivelano tutte impossibili per l'opposizione, peraltro basata su fondate ragioni, dell'una o dell'altra parte. Così, nei confronti di una modificazione del rapporto di cambio con gli Stati Uniti, la maggioranza dei paesi non sembra disposta a rivalutare le rispettive monete o ad accettare la svalutazione di quelle altrui, per non mettere in pericolo la capacità competitiva delle proprie industrie. Si è affacciata la soluzione di un doppio mercato del dollaro, in analogia a quanto già fatto tre anni or sono per l'oro, ma essa è reputata difficile da amministrare. Inoltre, l'istituzione di un controllo sui movimenti dei capitali, particolarmente per quanto concerne gli investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti, incontra le forti obiezioni di quel paese, perché condurrebbe rapidamente all'arresto del processo di interconnessione fra le varie economie. Coloro che ravvisano l'esistenza di una situazione di squilibrio fondamentale non tanto nei rapporti di cambio fra i paesi, quanto nel funzionamento stesso del sistema monetario internazionale, continuano a sostenere la necessità di un aumento massiccio del prezzo dell'oro, che consentirebbe di ridurre l'onere gravante sugli Stati Uniti a causa del loro indebitamento a breve termine. Infine, il suggerimento che le banche centrali procedano sistematicamente a conversioni in oro dei dollari eccedenti il fabbisogno operativo corrente, allo scopo di esercitare pressioni sulla condotta della politica monetaria americana, viene da molti reputato inaccettabile perché, ben presto, un comportamento di questo tipo indurrebbe le autorità americane a sospendere le vendite di oro al prezzo fisso attualmente vigente.

In conclusione, poiché il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti non è che la contropartita dell'avanzo conseguito dagli altri paesi, l'impossibilità di trovare soluzioni appropriate a questo pro-

blema deriva manifestamente dal conflitto di interessi fra l'esigenza di difendere le proprie quote di mercato e quella di evitare le conseguenze del disavanzo americano. La reazione contro il cosiddetto « benevolo disinteressamento », cioè contro l'atteggiamento di alcuni ambienti americani secondo cui le autorità di quel paese dovrebbero preoccuparsi della stabilità monetaria interna senza tener conto della bilancia dei pagamenti, è la manifestazione non soltanto di un'irritazione per il comportamento seguito da quelle autorità in linea di fatto, ma anche dell'incapacità dei paesi europei di formulare una coerente politica comune nei confronti del dollaro.

Nel frattempo, i principali paesi, nella misura in cui non hanno debiti a breve o a medio termine da rimborsare o esigenze di ricostituzione di riserve in precedenza depauperate, continuano ad accumulare dollari ben oltre i limiti delle necessità operative o del fabbisogno di riserve. Né hanno altre alternative, perché una politica di indipendenza dal dollaro, fondata sul dialogo e la cooperazione con gli Stati Uniti, non sembra abbia possibilità di successo se non è condotta nel quadro di una Comunità economica europea ben più profondamente integrata di quanto non lo sia attualmente.

Per quanto concerne il mercato dell'eurodollaro è stato sostenuto che il suo funzionamento presenta forti analogie con quello di un immaginario mercato monetario nazionale ove non esistano riserve bancarie obbligatorie e ove i depositi interbancari siano conteggiati nelle liquidità delle aziende di credito. In queste condizioni, la concessione di credito da parte delle banche operanti in tale mercato avrebbe effetti moltiplicatori analoghi a quelli che si presentano all'interno di un mercato nazionale. In altre parole, i dollari sarebbero creati non soltanto dal disavanzo americano ma anche dall'azione moltiplicatrice insita nel funzionamento di questo mercato. Inoltre, alle frontiere di esso, si esercitano effetti moltiplicatori di altra natura se le banche centrali vi impiegano direttamente o indirettamente una parte delle loro riserve e queste affluiscono ad un'altra banca centrale: l'ammontare della duplicazione così operata è stato stimato per il 1970 in un ordine di grandezza di 6 miliardi di dollari. Di fronte a questi fenomeni, alle banche centrali si pone il problema di sorvegliare più attentamente il funzionamento del mercato ed eventualmente di non aumentare l'impiego delle loro riserve su di esso.

La creazione dell'Unione economica e monetaria fra i paesi della Comunità economica europea potrà fornire una risposta ai problemi

delle relazioni monetarie dei paesi europei con gli Stati Uniti soltanto nel medio periodo, quando la progressiva unificazione delle politiche economiche nell'ambito della Comunità da un lato, l'eliminazione dei margini di fluttuazione delle monete nei rapporti reciproci e l'instaurazione di parità irrevocabilmente fisse dall'altro, costituiranno il quadro più appropriato per permettere di adattare prontamente le parità e i margini di oscillazione dei cambi fra i due grandi blocchi alle realtà economiche del momento.

Nel breve periodo, è necessario che l'obiettivo dell'Unione economica e monetaria non finisca per instaurare un clima propizio al congelamento delle parità reciproche all'interno della Comunità prima che il processo di unificazione delle politiche economiche abbia conseguito sensibili progressi. In altre parole, ciascun paese membro della Comunità dovrà sentirsi libero, durante il periodo transitorio, di apportare alla parità della propria moneta quegli adattamenti, anche piccoli, che consentano la pronta eliminazione di squilibri fondamentali. Inoltre, occorre fare ogni sforzo affinché si formi rapidamente una posizione comune dei Sei sul problema della introduzione nel sistema monetario internazionale, mediante una modifica dello statuto del FMI o mediante decisioni prese nell'ambito di quello attuale, di una moderata flessibilità delle parità e dei tassi di cambio, in armonia con le proposte contenute nel rapporto del Fondo monetario dello scorso settembre. Si creerebbero allora le condizioni per un dialogo costruttivo nel Gruppo dei Dieci, prima, e nel Fondo, poi. In assenza di progressi in questa direzione, non mancherebbero di crearsi situazioni in cui le esigenze contingenti costringano la comunità economica internazionale a prendere atto di decisioni sostanzialmente unilaterali.

I gravi inconvenienti che in questo periodo hanno turbato il funzionamento del sistema monetario internazionale hanno generato due differenti reazioni. La prima, partendo dalla diagnosi di un eccesso di riserve causato dall'abbondante afflusso di dollari, vorrebbe che la creazione dei diritti speciali di prelievo fosse interrotta dall'inizio del prossimo periodo di base nel gennaio 1973; anzi, si sostiene che una parte degli SDR in circolazione dovrebbe essere cancellata. La seconda muove dal presupposto che la creazione di diritti speciali di prelievo non è di per sé stessa inflazionistica, né disturba le gestioni monetarie nazionali. Nel primo anno e mezzo di vita del sistema, i paesi detentori hanno fatto un impiego corretto degli SDR e non si ha la minima prova che il nuovo strumento abbia influenzato in un senso

o nell'altro la politica monetaria dei principali paesi. Si fa inoltre osservare che l'accrescimento di riserve sotto forma di divise che si è avuto nel corso del 1970 è stato la conseguenza di uno spostamento di liquidità di base fra detentori privati e detentori ufficiali piuttosto che di un accrescimento del volume complessivo di essa. Un'interruzione della esperienza, quindi, arrecherebbe pericoli gravissimi e potrebbe rapidamente condurre al fallimento del sistema dei diritti speciali di prelievo senza che ne sia stata preparata una valida alternativa.

Anche su questo problema i paesi della Comunità saranno presto chiamati a ricercare una posizione comune: un atteggiamento negativo avrebbe come conseguenza, se fosse assunto prima della formulazione di una posizione comune nei confronti del dollaro, l'assorbimento dei paesi europei nell'area di questa moneta, oppure un periodo di disordinate fluttuazioni dei cambi, oppure ancora un massiccio aumento del prezzo dell'oro, che consentirebbe agli Stati Uniti di neutralizzare una gran parte dei propri debiti a breve e di continuare ad indebitarsi.

La prospettiva dell'entrata del Regno Unito nella CEE e la constatazione dell'accrescimento, intervenuto dopo l'accordo di Basilea del settembre 1968, delle disponibilità in sterline detenute dalle autorità monetarie dei paesi dell'area della sterlina hanno nuovamente riproposto, come tema di discussione al di fuori delle trattative di adesione vere e proprie, il problema della compatibilità della gestione di una moneta di riserva con l'appartenenza ad una Comunità che progredisce verso l'Unione economica e monetaria. Si è osservato in questo contesto che la scarsità di riserve valutarie del Regno Unito e i frequenti disavanzi esterni a cui esso è esposto per diverse cause, che concorrono anche a mantenere deboli i saggi di aumento della produttività e del reddito, aggraverebbero notevolmente le difficoltà del paese, con pregiudizio dello sviluppo della Comunità economica europea nella quale esso è destinato ad integrarsi, specialmente se conversioni massicce di sterline si associassero, come è accaduto talvolta in passato, a squilibri delle partite correnti.

Secondo alcuni l'ammontare dei saldi in sterline detenuti dalle autorità ufficiali dovrebbe venir progressivamente ridotto attraverso rimborsi annui, conseguibili mediante l'eliminazione di certe disposizioni che incoraggiano le autorità ufficiali dei paesi dell'area della sterlina a detenere questa moneta (garanzia di cambio, alti saggi di interesse, nonché obbligo di detenere una certa percentuale delle riserve

sotto forma di sterline). Secondo altri, invece, qualsiasi processo di rimborso di questi saldi avrebbe come conseguenza, oltre che l'imposizione al Regno Unito di un onere aggiuntivo rispetto a quelli cui dovrà sottostare nel periodo transitorio dell'adesione, una distruzione di liquidità internazionale. I paesi detentori, d'altra parte, si opporrebbero energicamente ove fossero loro offerti, in contropartita degli averi in sterline, titoli a medio o a lungo termine, o reagirebbero, se costretti al rimborso, ripiegando su uno strumento alternativo di riserva, presumibilmente il dollaro USA.

Un programma deliberato di sensibile riduzione delle disponibilità in sterline sembra quindi dover essere subordinato a soluzioni che offrano ai loro detentori uno strumento di riserva alternativo, diverso dal dollaro USA, ad esempio attraverso la trasformazione di questi saldi in diritti speciali di prelievo, di cui si dovrebbe approvare mediante una modifica dello statuto del FMI una emissione speciale, oppure in unità di conto emesse dal Fondo di cooperazione da crearsi nell'ambito dell'Unione economica e monetaria. Non si può ovviamente nemmeno escludere l'ulteriore proroga, dopo il settembre 1973, degli accordi di Basilea, che saranno quest'anno rinnovati per altri due anni. In questo caso, la soppressione della garanzia di cambio e dell'obbligo di detenere in sterline una frazione determinata delle riserve potrebbe rappresentare per i paesi dell'area un efficace incentivo alla detenzione di strumenti alternativi. Qualunque soluzione, come è ovvio, dovrebbe rispettare gli interessi legittimi dei paesi detentori ed essere, per essi, facoltativa.

Non sembra inoltre da trascurare, in questo contesto, l'esigenza di non estendere la funzione del dollaro come moneta di riserva, al fine di favorire il processo evolutivo, corrispondente all'interesse a lungo termine degli Stati Uniti stessi, secondo cui questo ruolo deve essere svolto in misura crescente da strumenti internazionali, creati attraverso consapevoli decisioni alle quali partecipino tutti i paesi interessati.

Le varie soluzioni prospettate per la sterlina presuppongono ovviamente il riconoscimento dell'incompatibilità dell'appartenenza del Regno Unito alla Comunità economica europea con il mantenimento della funzione di riserva della sterlina stessa, riconoscimento che sembra implicito nell'accettazione, da parte del Regno Unito, del Trattato di Roma e delle decisioni prese successivamente nel quadro del Trattato medesimo, compresa quella che istituisce l'Unione economica e mone-

taria, la cui fase finale è appunto caratterizzata dall'esistenza, di diritto o di fatto, di una moneta unica nella quale le diverse monete nazionali dovranno confluire, perdendo la propria autonomia in quanto tali.

La decisione, presa in sede comunitaria ai primi di questo mese, di lasciar temporaneamente fluttuare il marco tedesco e il fiorino oltre i margini stabiliti pone, con immediatezza, il problema di ristabilire ordinate condizioni sui mercati dei cambi dei paesi della CEE, non soltanto per le conseguenze che dal perdurare della presente situazione deriverebbero al funzionamento del mercato agricolo comune, ma anche per le ripercussioni sugli adempimenti previsti per la prima fase di realizzazione dell'Unione economica e monetaria. E' troppo presto per prevedere in quale direzione si orienteranno gli sforzi intesi al ristabilimento della normalità. Quando questo fosse accaduto, il problema principale nel prossimo triennio sarebbe quello di superare lo stadio del coordinamento delle politiche economiche e monetarie per avviarsi verso quello dell'unificazione delle stesse. L'esperienza ha dimostrato come, nell'attuale assetto delle loro relazioni politiche, ancora caratterizzato da una volontà e da istituzioni nazionali, sia molto difficile, nel campo del coordinamento, far più di quello che si è già realizzato. Di conseguenza, se si vuole evitare un immobilismo che paralizzerebbe il funzionamento della Comunità, occorrerà che nei prossimi tre anni si compia uno sforzo notevole per superare le divergenti posizioni nazionali. Infatti, un trasferimento di responsabilità e di poteri dalla sfera nazionale a quella comunitaria non interverrà presumibilmente prima della conclusione della prima tappa triennale del piano di integrazione e, forse, neppure prima che siano trascorsi i cinque anni alla scadenza dei quali, ove non si fossero realizzati sostanziali progressi, entrerebbe in gioco la cosiddetta *clausola di prudenza*; riserva, questa, inserita nella risoluzione del Consiglio CEE relativa all'Unione economica e monetaria soprattutto per volontà di quei paesi che desiderano un progresso parallelo nella convergenza delle politiche economiche e di quelle monetarie per non subire gli oneri maggiori dell'integrazione comunitaria.

A tal fine, sarà decisivo l'impegno per dare l'avvio alla progressiva unificazione dei mercati finanziari, offrendo alle imprese di ciascun paese membro la possibilità di emettere titoli in tutti gli altri e autorizzando l'introduzione nelle borse nazionali di valori mobiliari emessi da residenti in altri stati membri. A questo scopo, occorrerà previamente procedere all'armonizzazione di taluni tipi di imposte che influiscono diretta-

mente sui movimenti dei capitali all'interno della Comunità, in particolare quelle che si applicano agli interessi dei valori mobiliari a reddito fisso e ai dividendi, nonché della struttura delle imposte sulle società.

Poiché il successo della costruzione comunitaria dipende dalla realizzazione della libera circolazione non soltanto delle merci e delle persone, ma anche dei capitali, e cioè dalla formazione di un mercato finanziario unificato, e poiché le restrizioni valutarie che vi si oppongono sono già state in parte rimosse, appare evidente l'efficacia che a quel fine potranno avere le misure volte all'eliminazione delle restrizioni residue, precipuamente collegate con discriminazioni di carattere fiscale.

Il problema è quello di pervenire a una situazione in cui le imposte, soprattutto quelle dirette, non esercitino un'influenza determinante sulla scelta del luogo di emissione dei titoli e non vi sia più discriminazione fra investitori di diversi paesi. In mancanza di una soluzione in questo senso, si dovrà rinunciare alla liberazione dei movimenti di capitali e porre quindi praticamente fine all'esperimento di costruzione della Unione economica e monetaria, ovvero correre il rischio, da parte del paese che volesse mantenersi estraneo al processo di armonizzazione fiscale, di « esportare » il proprio mercato dei capitali, nel senso che gli emittenti e i risparmiatori di quel paese farebbero incontrare le rispettive domande ed offerte in un altro paese della Comunità, oppure sul mercato delle euro-obbligazioni, che già fornisce, grazie alla sua struttura e alle facilitazioni offerte, un conveniente terreno di incontro fra le due correnti.

In un primo tempo, l'armonizzazione non riguarderà le imposte personali, ma soltanto gli elementi obiettivi della fiscalità diretta che influenzano in modo preciso i movimenti di capitali, e cioè il sistema delle ritenute alla fonte praticate sui dividendi e sui redditi delle obbligazioni. Essa riguarderà inoltre le modalità di alleggerimento della doppia imposizione economica dei dividendi, che sono tassati sia al livello della società, che a quello degli individui, nonché il trattamento fiscale dei redditi degli investimenti degli intermediari finanziari.

Per quanto concerne il problema principale, va ricordato che l'assenza di ritenute alla fonte sul mercato internazionale e, in modo particolare, su quello delle euroemissioni è stata all'origine del grande sviluppo del mercato stesso (per converso, si cita il caso della Germania, dove l'annuncio e la successiva introduzione di una tale trattenuta ha

avuto per conseguenza, nel 1964-1965, massicci disinvestimenti di capitali appartenenti a non residenti). Inoltre, nella misura in cui la trattenuta alla fonte è presa in carico direttamente o indirettamente dagli emittenti, la sua soppressione ridurrebbe il costo di finanziamento degli investimenti. Si sottolinea anche l'effetto di attrazione che un mercato così organizzato eserciterebbe sugli impieghi attualmente orientati verso il mercato a breve termine, dove generalmente non esiste questa forma di imposizione.

L'armonizzazione dei mercati finanziari non pone, d'altronde, soltanto problemi di ordine fiscale. Sarebbe necessario riconsiderare il quadro istituzionale di un mercato che è profondamente imperfetto e non offre sufficienti salvaguardie ai risparmiatori comuni. Andrebbe anche riconsiderata l'incompatibilità con il buon funzionamento della Comunità dell'esistenza nel suo ambito di zone fiscalmente privilegiate che offrono numerosi espedienti di immunità fiscale alle grandi società internazionali.

Nei prossimi mesi, ciascun paese membro della Comunità economica europea sarà chiamato a fare scelte politiche molto importanti per dare attuazione al programma di armonizzazione; dalla direzione di queste scelte, com'è ovvio, dipenderà non soltanto l'avvenire del mercato unificato dei capitali, ma quello stesso dell'Unione economica e monetaria.

ANDAMENTI CONGIUNTURALI E POLITICHE ECONOMICHE

L'evoluzione economica nei principali paesi industriali è stata contraddistinta nel 1970 da fenomeni che di solito non si presentano congiunti: il rallentamento produttivo e l'accelerazione dell'inflazione. Nel complesso dei paesi OCSE il tasso di aumento del prodotto nazionale lordo si è ridotto, tra il 1969 e il 1970, dal 5,0 al 2,7 per cento; il rialzo dei prezzi impliciti nel prodotto stesso è salito al 5,7 per cento dal 4,7 del 1969 e dal 2,9 nella media del decennio precedente.

Il rallentamento produttivo è divenuto più intenso e generalizzato nel secondo semestre dell'anno, soprattutto in dipendenza della decelerazione degli investimenti; al tempo stesso si è accentuata la tendenza all'aumento della disoccupazione, che peraltro in molti paesi ha continuato a coesistere con elevati incrementi delle retribuzioni e con una perdurante tensione nei prezzi.

I modi e i tempi con i quali questi aspetti principali degli avvenimenti economici dell'annata si sono manifestati sono stati alquanto diversi nei vari paesi, in particolare negli Stati Uniti rispetto al resto del mondo; la loro interpretazione, inoltre, rende opportuni alcuni richiami a precedenti vicende.

Negli Stati Uniti gli effetti della politica economica restrittiva perseguita a partire dalla fine del 1968 sono valsi a frenare la domanda ma non ad arrestare l'inflazione; nel 1970, infatti, pur in presenza di una sensibile diminuzione della capacità utilizzata nell'industria, sintomo della riduzione della domanda globale, nonché di un notevole aumento della disoccupazione e di una lieve flessione del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti, il deflatore implicito del prodotto nazionale lordo è aumentato del 5,3 per cento, cioè in misura superiore al 1969 (tav. 1). Ciò è avvenuto in quanto la precedente prolungata fase di eccesso di domanda aveva indotto nel sistema un clima di aspettative inflazionistiche, che ha resistito alle misure restrittive, a causa anche dell'accresciuto potere di mercato delle grandi imprese industriali e delle organizzazioni dei lavoratori.

Il rapido rialzo del tasso di disoccupazione conseguente alle misure sopra ricordate ha portato il numero dei disoccupati in prossimità di livelli ritenuti socialmente e politicamente inaccettabili, così da indurre le autorità responsabili a modificare la politica economica, da restrittiva

INDICATORI ECONOMICI DEI MAGGIORI PAESI INDUSTRIALI

(variazioni percentuali)

Paesi	Anni	Domanda (1)				Offerta (1)		Deflatore implicito del PNL	Industria		Disoccupazione in % forze di lavoro
		Interna			Esτέρα	Import. di merci e servizi	Prodotto nazionale lordo		Produzione	Salari di fatto per unità di prodotto	
		consumi privati	consumi pubblici	invest. fissi lordi							
Italia	1968	4,9	4,1	9,7	15,4	7,5	6,4	1,5	6,3	- 2,9	3,5
	1969	6,3	3,3	8,0	13,8	20,6	5,9	4,1	3,9	0,5	3,4
	1970	8,0	3,2	3,8	6,0	17,2	5,1	6,3	6,5	18,1	3,2
Belgio	1968	5,7	4,0	0,1	11,8	13,2	3,6	2,4	5,3	- 2,8	3,5
	1969	5,5	7,5	10,2	15,6	15,8	6,5	3,6	10,1	0,1	2,9
	1970	5,5	5,0	9,0	11,5	10,5	5,5	4,3	7,6	2,9	2,9
Francia	1968	5,6	5,6	7,3	10,3	12,7	4,8	4,6	4,6	3,5	2,2
	1969	7,2	3,6	10,1	14,9	18,2	7,9	7,0	12,7	1,8	1,9
	1970	4,5	3,0	8,0	15,5	7,0	6,0	5,7	5,8	2,0	2,2
Germania Feder.	1968	4,0	- 0,1	8,0	13,0	14,6	7,2	1,6	11,4	- 2,2	1,5
	1969	8,0	4,2	12,1	12,6	16,7	8,0	3,5	13,2	3,0	0,9
	1970	7,3	2,9	10,7	9,0	16,1	4,9	7,4	5,7	9,5	0,7
Paesi Bassi	1968	5,7	1,8	10,9	12,7	13,4	6,2	3,7	10,9	- 2,5	1,8
	1969	3,5	3,8	6,1	16,2	14,2	5,3	6,0	11,9	1,0	1,4
	1970	7,5	3,5	7,0	12,5	14,5	6,0	4,7	9,4	1,1	1,5
Regno Unito . . .	1968	2,3	0,3	5,5	12,2	7,1	3,4	3,9	5,2	0,6	2,4
	1969	0,4	- 1,0	- 2,4	9,1	2,1	1,5	5,1	2,6	2,9	2,4
	1970	2,9	1,5	1,4	3,9	5,9	1,9	7,4	0,7	9,7	2,6
Stati Uniti	1968	5,1	5,9	5,2	8,6	16,3	4,8	4,0	4,7	3,6	3,6
	1969	3,4	- 0,3	5,4	6,1	7,6	2,8	4,7	4,4	4,5	3,5
	1970	2,0	- 4,1	- 4,1	7,4	3,1	- 0,4	5,3	- 3,0	3,1	5,0
Canada	1968	4,5	1,1	- 1,9	12,3	8,2	4,9	3,5	5,9	1,8	4,8
	1969	5,6	4,1	4,5	7,6	10,8	5,1	4,7	4,3	4,0	4,7
	1970	2,0	9,5	1,1	9,9	0,1	3,3	4,1	2,2	7,0	5,9
Giappone	1968	9,6	7,2	21,5	22,4	12,9	14,3	3,8	17,4	1,4	1,2
	1969	9,1	4,6	18,3	20,2	14,2	12,5	4,1	16,8	3,0	1,1
	1970	7,9	4,8	14,4	16,2	20,8	11,2	6,4	15,6	4,9	1,2
Svezia	1968	4,5	5,7	- 0,2	4,0	8,4	4,1	2,7	5,5	1,4	2,2
	1969	4,5	5,4	4,9	16,1	13,6	5,7	2,5	8,2	- 0,2	1,9
	1970	3,5	5,3	- 1,5	8,7	9,4	4,4	5,7	7,7	6,9	1,7
Svizzera	1968	3,2	0,8	4,3	10,8	8,1	4,2	3,5	5,2	- 1,1	. .
	1969	4,9	4,8	7,8	12,9	13,0	5,9	2,7	9,1	- 4,6	. .
	1970	5,3	4,0	8,8	6,6	13,3	4,4	4,5	5,4	0,2	. .

Fonte: Bollettini nazionali. Dati provvisori e in parte stimati per il 1970.

(1) Le variazioni sono calcolate sui valori a prezzi costanti.

a espansiva, prima che si fosse ristabilito il desiderato grado di stabilità dei prezzi. Peraltro, gli effetti del nuovo indirizzo sulla produzione e sull'occupazione si sono scarsamente manifestati nell'anno in esame.

La politica di rilancio dell'attività produttiva, iniziata nella primavera del 1970, è stata poi perseguita in misura sempre più intensa. Il bilancio federale, che si era chiuso con un saldo attivo nel 1969, ha registrato lo scorso anno un notevole disavanzo. Il governo ha mirato ad accrescere il reddito disponibile delle famiglie e delle imprese, riducendo in un primo tempo e abolendo poi la sovrattassa sui redditi personali e delle società introdotta nel 1968, e aumentando notevolmente i trasferimenti alle famiglie; l'incidenza sui consumi privati è stata però modesta, in quanto l'elevato aumento della disoccupazione, oltre a influire sulla formazione del reddito disponibile, ha spinto le famiglie ad accrescere notevolmente i risparmi. I consumi pubblici (in particolare le spese militari) hanno invece subito una considerevole riduzione che ha avuto ripercussioni negative su un ampio settore dell'industria privata. Per quanto riguarda la politica monetaria, la Riserva federale ha consentito che si accrescesse il ritmo di offerta della moneta e i tassi a breve sono ritornati alla fine dell'anno sui livelli del 1968, cioè del periodo precedente all'ascesa provocata dalla politica restrittiva del 1969. Un importante effetto della politica espansiva è stato quello di ridurre gradualmente l'incidenza delle fonti atipiche di provvista del sistema bancario, che avevano acquistato larga importanza nel 1969: il ricorso a prestiti da parte di filiali delle banche americane operanti sull'euromercato e l'emissione di carta commerciale da parte di società finanziarie collegate.

Il declino dell'attività economica negli Stati Uniti non ha esercitato su quella degli altri paesi industriali dell'Occidente un effetto frenante paragonabile per ampiezza a quello prodottosi a seguito dell'analoga fase del 1957-58; ciò è dovuto, da un lato, all'aumento che le importazioni di merci e servizi dagli Stati Uniti hanno ugualmente registrato nel 1970 nonostante la flessione della domanda interna, dall'altro, alla minore dipendenza dal ciclo americano delle economie europee, a seguito della loro accresciuta integrazione e del maggior peso dalle stesse acquisito nel quadro dell'economia mondiale. Le vicende di questi paesi tuttavia hanno continuato a risentire in modo sensibile dei mutamenti intervenuti nell'economia degli Stati Uniti, sia attraverso gli scambi di merci e servizi, sia attraverso i meccanismi finanziari, che anzi, in conseguenza della liberalizzazione dei movimenti di capitali, più che nel passato hanno trasmesso al di qua dell'Atlantico gli effetti della politica monetaria prima restrittiva poi espansiva seguita dagli Stati Uniti.

Il forte sviluppo dell'economia americana aveva concorso a provocare, nel biennio 1968-69, un notevole ampliamento della domanda estera in molti dei principali paesi occidentali (Germania federale, Italia, Giappone, Paesi Bassi e Svezia) con effetti favorevoli sulla propensione all'investimento, soprattutto in impianti e attrezzature, d'altra parte sti-

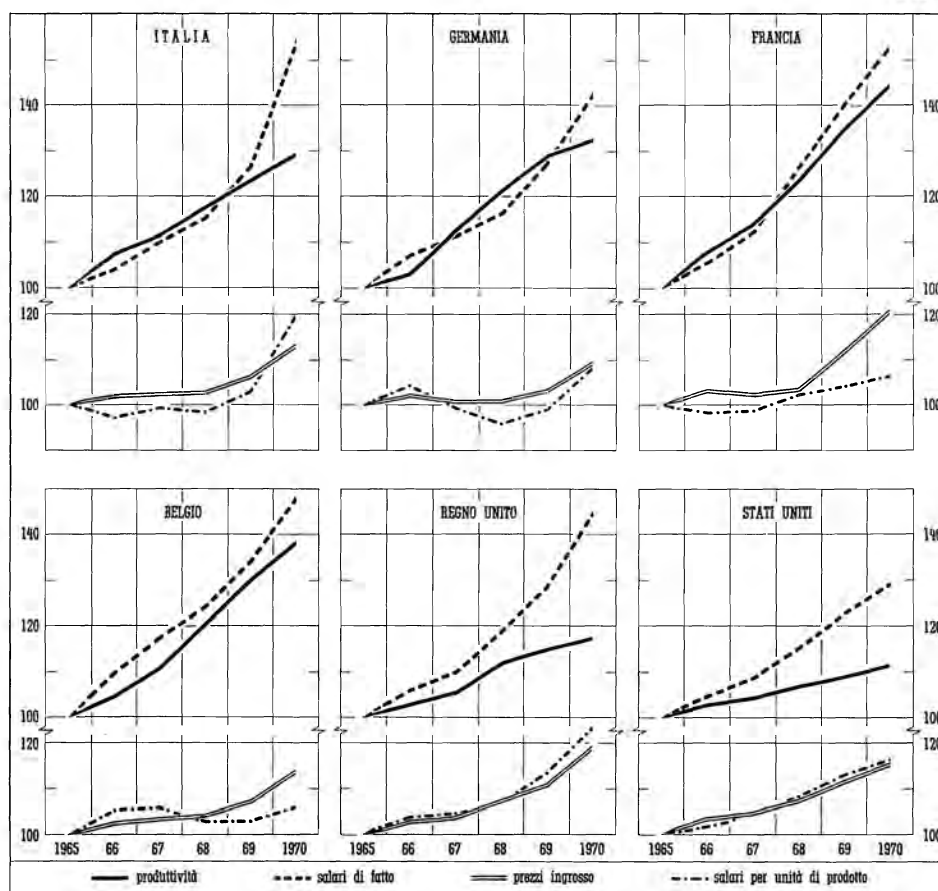
molata in molti di questi paesi da situazioni di carattere interno; ne è derivato, nel corso del 1969, un eccesso della domanda globale (fatta eccezione per l'Italia e il Regno Unito) confermato dall'elevato utilizzo raggiunto dalle capacità produttive, che ha indotto le autorità responsabili ad avviare politiche monetarie e fiscali di contenimento.

Nonostante quelle politiche, nella seconda parte del 1969 e all'inizio del 1970 le previsioni sull'andamento futuro della domanda globale non si sono deteriorate ed hanno così contribuito a determinare un notevole incremento della produzione e degli investimenti. Al tempo stesso le organizzazioni sindacali, sia perché spinte dal prolungato periodo di alta domanda, sia perché dotate di una maggiore forza contrattuale, hanno avanzato più elevate e pressanti rivendicazioni; ad esse le imprese, dato l'andamento dei profitti e per ovviare anche a perdite di produzione derivanti da astensioni dal lavoro spesso condotte con inusitata asprezza, hanno opposto limitata resistenza, ritenendo forse di poter assorbire l'aumento dei salari con un adeguato incremento della produttività, o di poterlo trasferire facilmente sui prezzi, dato il generale clima inflazionistico prevalente a livello internazionale.

I miglioramenti salariali, però, hanno ecceduto nel 1970 in larga misura l'incremento della produttività (fig. 1); l'aumento dei salari di fatto per unità di prodotto si è cumulado agli effetti delle politiche restrittive, peggiorando le aspettative di profitto delle imprese e con ciò la loro propensione ad investire.

Nella seconda parte del 1970 si sono così avuti un generale rallentamento degli investimenti e della produzione e una crescita della disoccupazione. Non è venuto meno tuttavia il processo inflazionistico, in quanto, al suo interno, alle spinte della domanda si sono gradualmente sostituite quelle da costi; nella mutata situazione congiunturale, è apparso ancora una volta come tale processo si autoalimenti attraverso le relazioni reciproche che legano prezzi e salari, sulle quali poco possono le tradizionali politiche di regolazione della domanda, a meno di non insprirle fino al punto di provocare una forte caduta degli investimenti e dell'occupazione. Nel periodo in esame questa caratteristica si è manifestata con particolare evidenza, in quanto le aspettative inflazionistiche prevalenti negli ultimi due anni in quasi tutti i paesi industriali hanno spinto i lavoratori a chiedere aumenti salariali che non solo reintegrasero il loro potere di acquisto e migliorassero il trattamento in termini reali, ma scontassero anche l'atteso incremento dei prezzi. Rivendicazioni salariali di questo tipo sono state particolarmente frequenti in

FIG. 1



Produttività, salari di fatto e per unità di prodotto,
prezzi ingrosso dell'industria manifatturiera nei principali paesi industriali
(1965 = 100)

Fonte: Bollettini nazionali e OECD, Main Economic Indicators

quei paesi nei quali non esistono sistemi automatici di adeguamento delle retribuzioni ai prezzi, che proteggono i salari reali dagli incrementi dei prezzi al consumo, cosicché nella nuova situazione inflazionistica le imprese si sono mostrate meno restie di prima a introdurre meccanismi di scala mobile nei contratti di lavoro.

Negli Stati Uniti il contratto di lavoro stipulato in novembre fra la General Motors e il sindacato dell'automobile prevede che gli aumenti salariali non siano collegati solo all'incremento della produttività aziendale, ma anche alle variazioni dell'indice del costo della vita.

Il nuovo accordo salariale entrato in vigore in Francia per i dipendenti delle ferrovie stabilisce per il 1971 un aumento delle retribuzioni pari al 6 per cento, in previsione di un rialzo del 4 per cento dell'indice del costo della vita. Se nel corso dell'anno la variazione di quest'ultimo dovesse superare il tasso previsto, a fine anno verrà attuato un adeguamento retroattivo delle retribuzioni.

Ancor più che nel passato, inoltre, le rivendicazioni salariali sembrano aver avuto notevoli effetti imitativi; gli aumenti ottenuti nei settori ad elevata produttività si sono rapidamente diffusi a tutta l'economia, provocando una espansione del costo del lavoro notevolmente superiore all'incremento medio della produttività. La spinta salariale, infine, è stata rafforzata dalla carenza di mano d'opera qualificata, che si è riscontrata nei settori industriali più dinamici, perfino in Francia e nel Regno Unito dove la situazione del mercato del lavoro è stata in generale contraddistinta da un aumento della disoccupazione.

In complesso nella presente congiuntura la relazione fra aumenti salariali e tasso di disoccupazione, diversamente da quanto accaduto nelle esperienze passate di gran parte dei paesi industriali, ha manifestato una forte tendenza all'instabilità, sia per l'aggravarsi delle aspettative inflazionistiche indotte dal prolungato periodo di eccesso di domanda, sia per elementi riconducibili al comportamento autonomo delle organizzazioni sindacali; cause queste che per lo più hanno operato congiuntamente, rafforzandosi negli effetti.

Dati i modi nei quali è avvenuta nel corso dell'anno l'evoluzione della domanda, dei salari e dei prezzi, il rialzo di questi ultimi si è concentrato sui manufatti, con tassi superiori a quelli del 1969 in tutti i paesi come pure nel commercio internazionale, che non aveva più fatto registrare aumenti del genere dal periodo della guerra di Corea. Le materie prime e i prodotti agricoli invece, sui quali hanno potuto maggiormente operare nel breve periodo le restrizioni della domanda, hanno segnato aumenti molto minori e talora anzi diminuzioni. L'accelerazione è stata sensibile ma meno pronunciata anche nei prezzi al consumo, con incrementi varianti da un minimo del 3,4 per cento nel Canada a un massimo del 7,7 in Giappone (tav. a 1).

Le politiche economiche restrittive applicate nei principali paesi industriali dell'Europa occidentale e in Giappone hanno avuto gradi di intensità e tempi diversi; anche nella combinazione fra strumenti fiscali e monetari impiegati, la prevalenza degli uni o degli altri ha variato da paese a paese. Nell'ambito della politica monetaria, talune banche centrali (Germania federale e Giappone) hanno agito sui mercati monetario e finanziario attraverso l'aumento dell'aliquota di riserva obbligatoria e le operazioni di mercato aperto, altre (Francia, Regno Unito, Paesi Bassi, Belgio, Svezia e Svizzera) hanno inoltre regolato direttamente l'erogazione del credito delle banche commerciali attraverso controlli quantitativi.

Nella *Germania federale* sia la politica fiscale sia quella monetaria hanno mirato durante tutto l'anno a frenare lo sviluppo troppo rapido della domanda globale. Tra il gennaio e il giugno 1970, lo Stato federale e i Länder hanno accantonato presso la Bundesbank una parte della spesa stanziata nei loro bilanci (circa 3 miliardi di marchi). La politica fiscale è stata inasprita nel mese successivo introducendo una sovrattassa temporanea del 10 per cento all'imposta sul

reddito, il cui gettito è stato congelato presso la banca centrale e non si è tradotto quindi in una fonte di finanziamento per spese addizionali del settore pubblico; tale riserva congiunturale superava alla fine dell'anno i 2 miliardi di marchi. La politica monetaria restrittiva è stata ostacolata dal notevole incremento della componente estera della liquidità, cosicché la banca centrale ha dovuto ripetutamente inasprire gli obblighi di riserva delle aziende di credito e ridurre il saggio ufficiale di sconto al fine di restringere almeno in parte il differenziale di interesse fra il mercato tedesco e quello dell'eurodollaro.

Nel *Regno Unito* la politica restrittiva avviata nel 1969 è stata mantenuta nei primi mesi dello scorso anno. In aprile, in sede di presentazione del bilancio statale, i controlli quantitativi del credito sono stati riveduti in senso più espansivo, ma contemporaneamente sono state aumentate di mezzo punto le aliquote dei « depositi speciali », poi elevate ulteriormente in ottobre, in quanto l'espansione del credito tendeva a superare i massimali imposti dalle autorità monetarie. Nell'arco del 1970, l'offerta di moneta, benché sviluppatasi a un tasso superiore a quello previsto dalle autorità, è aumentata meno di quanto sarebbe occorso per permettere alle imprese di mantenere inalterata la loro posizione di liquidità, deteriorata dai notevoli aumenti salariali da esse accordati. Le limitazioni all'erogazione del credito al settore privato e il mantenimento di un elevato livello dei tassi di interesse rispetto ai mercati esteri hanno indotto le imprese a ricorrere, in particolare nell'ultima parte dell'anno, all'indebitamento sull'estero. La politica fiscale restrittiva è stata gradualmente allentata: la leggera riduzione delle imposte e il moderato rilancio della spesa hanno notevolmente diminuito, rispetto al 1969, l'eccedenza del bilancio statale.

La politica fiscale e monetaria ha avuto in *Francia* un indirizzo nel complesso restrittivo, che è stato progressivamente attenuato nel corso dell'anno. Il pareggio del bilancio statale è stato realizzato a un livello di entrate e di uscite più alto del previsto. L'aumento notevole delle entrate, derivante soprattutto dal maggior gettito dell'imposta sulle società, ha consentito un più rapido incremento della spesa; in particolare, nel luglio scorso sono stati utilizzati per investimenti pubblici fondi pari a oltre un miliardo di franchi precedentemente congelati nel Fondo d'azione congiunturale. Le autorità monetarie hanno controllato direttamente lo sviluppo del credito interno, attraverso le restrizioni quantitative in vigore fino ad ottobre. Benché la condotta delle autorità sia stata improntata, dal secondo trimestre dell'anno, a una graduale riduzione delle restrizioni, l'afflusso di fondi dall'estero ha reso necessarie misure atte a contenere un'eccessiva espansione della liquidità bancaria. Nell'estate è stata aumentata in due riprese l'aliquota di riserva obbligatoria; in ottobre i massimali di sconto delle banche sono stati ridotti, costringendo queste ultime a ricorrere più ampiamente al mercato monetario.

In *Giappone* la politica monetaria restrittiva, iniziata nel settembre del 1969, ha avuto un rapido effetto, indicato dal rallentamento sensibile nella seconda parte dell'anno sia della attività produttiva sia dei prezzi; ciò è da attribuire prevalentemente alle particolarità istituzionali dell'economia giapponese. Le imprese sono colà fortemente dipendenti per i finanziamenti dalle banche commerciali, le quali a loro volta traggono una parte notevole della raccolta dal ricorso al credito della banca centrale (il tutto in un contesto di rapida crescita), cosicché, quando quest'ultima attua una stretta creditizia, gli effetti riduttivi sulle riserve bancarie vengono rapidamente trasmessi alle imprese, le quali ridimensionano i loro programmi di investimento.

Il rallentamento dell'attività economica tra il primo e il secondo semestre dell'anno ha assunto proporzioni di rilievo: il tasso annuo di aumento della produzione industriale è passato dall'8 al 3 per cento

nella Germania federale, dal 18 al 13 per cento in Giappone, dal 7 al 5 per cento in Francia. Gli investimenti in impianti e attrezzature hanno ridotto il loro sviluppo dal 19 al 12 per cento nella Germania federale, dal 23 all'11 in Giappone; negli Stati Uniti essi sono passati da un aumento dell'1 a una diminuzione del 3 per cento. Solo nel Regno Unito, dove l'evoluzione congiunturale si è differenziata da quella degli altri paesi occidentali, si è avuta una certa ripresa dell'attività di investimento fin dal secondo trimestre dell'anno. Il numero dei disoccupati, salito come già detto in precedenza a livelli preoccupanti negli Stati Uniti, è aumentato considerevolmente verso la fine dell'anno anche nel Regno Unito e in Francia; i posti di lavoro liberi sono sensibilmente diminuiti nella Germania federale e in Giappone. Anche nei paesi europei lo sfavorevole andamento dell'occupazione e le sue preoccupanti prospettive possono essere considerate, insieme all'esigenza di adeguare il valore nominale dei risparmi all'aumento dei prezzi, le ragioni fondamentali dell'incremento piuttosto contenuto dei consumi privati rispetto al reddito disponibile delle famiglie.

Il mancato realizzarsi di un corrispondente andamento dei prezzi, che solo all'ingrosso hanno presentato una certa decelerazione, in particolare in Francia e in Giappone, ha posto le autorità responsabili dei principali paesi europei di fronte a una scelta analoga a quella già presentatasi alle autorità americane nella prima parte dell'anno. Una energica politica di rilancio dell'attività produttiva potrebbe determinare un'accelerazione del processo inflazionistico; viceversa, una politica diretta esclusivamente a contenere il rialzo dei prezzi potrebbe aggravare il rallentamento produttivo e l'aumento della disoccupazione. I provvedimenti presi fra la fine del 1970 e l'inizio del 1971 sembrano indicare un generale orientamento verso una politica moderatamente espansiva. In quest'ultimo periodo, infatti, le banche centrali dei principali paesi europei e del Giappone hanno attuato una politica di più bassi tassi di interesse, sia per ragioni inerenti alla necessità di rilanciare la debole domanda interna (Canada, Francia, Italia) sia per ragioni esterne; soprattutto la Germania federale ma anche il Belgio e i Paesi Bassi, che hanno mantenuto i controlli quantitativi sull'erogazione del credito da parte delle banche commerciali, hanno cercato di scoraggiare gli afflussi di capitali dagli Stati Uniti, derivanti dal differenziale di interesse venutosi a creare con il proseguimento della politica di reflazione da parte della Riserva federale. Si è così assistito in questo periodo a numerose riduzioni del saggio ufficiale di sconto: negli Stati

Uniti esso è stato ridotto dal 6 al 4,75 per cento, nella Germania federale dal 7,5 al 5, nel Regno Unito dal 7 al 6, in Francia dall' 8 al 6,5, in Italia dal 5,5 al 5 per cento (tav. a 2). Sembra quindi che le autorità responsabili dei principali paesi industriali continuino a far leva prevalentemente sugli strumenti monetari. Tuttavia, una politica di bassi saggi di interesse, intrapresa da molti paesi per ragioni di bilancia dei pagamenti, rischia di allontanare nel tempo il perseguimento degli obiettivi di stabilità interna, cosicché è stata sottolineata da più parti la necessità di perfezionare l'uso degli strumenti fiscali e si è riaperto il dibattito sull'opportunità di ricorrere a politiche più ampie di regolazione dell'attività economica attraverso il controllo dei redditi e dei prezzi.

LE BILANCE DEI PAGAMENTI E L'ANDAMENTO DELLE RISERVE

Le bilance dei pagamenti. — I movimenti di fondi a breve hanno costituito l'elemento di maggior rilievo nei mutamenti intervenuti nel 1970 nelle bilance dei pagamenti dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Essi, infatti, non solo si sono ampliati e hanno cambiato direzione reagendo bruscamente alle variazioni dei tassi di interesse, ma sono altresì avvenuti, e in considerevole misura, all'interno dei singoli paesi dal settore privato alle autorità ufficiali, con un andamento opposto a quello dell'anno precedente. Da quest'ultimo fenomeno è soprattutto dipeso il rovesciamento di saldo che i conti con l'estero di questo gruppo di paesi hanno presentato da un anno all'altro, passando da un disavanzo di 7,3 miliardi di dollari nel 1969, ad un avanzo di 8,6 miliardi nel 1970 (tav. 2).

TAV. 2

BILANCE DEI PAGAMENTI DEI PAESI DEL GRUPPO DEI DIECI E DELLA SVIZZERA (milioni di dollari)

Voci	Paesi CEE	Regno Unito	Stati Uniti	Giappone	Svizzera e altri paesi	Totale
1969						
Partite correnti	2.240	1.049	- 885	2.173	- 364	4.213
<i>merci (fob)</i>	4.668	- 338	638	3.753	- 42	8.679
<i>servizi</i>	559	1.992	1.311	- 1.399	99	2.562
<i>trasferimenti unilaterali</i> . .	- 2.987	- 605	- 2.834	- 181	- 421	- 7.028
Movimenti di capitali	- 9.440	- 31	- 1.395	21	211	- 10.634
Errori ed omissioni	574	770	- 2.841	89	528	- 880
Saldo globale (1) . . .	- 6.626	1.788	- 5.121	2.283	375	- 7.301
1970						
Partite correnti	1.461	1.514	638	2.014	876	6.503
<i>merci (fob)</i>	4.426	7	2.185	4.019	1.312	..
<i>servizi</i>	2.085	1.487	- 1.798	54	..	..
<i>trasferimenti unilaterali</i> . .	- 2.965	- 578	- 3.034	- 207	- 490	- 7.274
Movimenti di capitali	1.680	- 443	- 2.658	- 840	- 291	- 2.552
Errori ed omissioni	3.038	377	- 1.274	200	2.273	4.614
Saldo globale (1) . . .	6.179	1.448	- 3.294	1.374	2.858	8.565

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali e fonti nazionali.

(1) Per motivi di uniformità, i saldi delle bilance dei pagamenti sono stati calcolati al netto di tutti i movimenti monetari. Le eventuali divergenze rispetto alle singole impostazioni nazionali riguardano principalmente i movimenti di capitali e gli errori ed omissioni.

Nel 1968 e in special modo nel 1969 i deflussi di fondi europei verso il mercato dell'eurodollaro erano avvenuti sotto forma di depositi di privati (non banche); si era quindi avuta un'esportazione di capitale comportante un peggioramento equivalente della posizione sull'estero del sistema monetario (organi ufficiali e banche commerciali) dei paesi di provenienza. A questa esportazione di fondi non aveva corrisposto, statisticamente, un'importazione di capitale da parte degli Stati Uniti, perché i fondi erano stati acquisiti in prevalenza non da privati, bensì dalle banche commerciali americane, il cui indebitamento verso l'estero costituisce una posta passiva della situazione monetaria esterna degli Stati Uniti. In tali condizioni, il deflusso di fondi europei verso il mercato dell'eurodollaro esercitò un effetto peggiorativo nella posizione monetaria esterna dell'Europa, e nessun effetto su quella degli Stati Uniti; quindi si manifestò statisticamente in una « esportazione di capitale » (e in una corrispondente distruzione di riserve) per l'Europa e gli Stati Uniti insieme sommati.

Nel 1970 il segno dei movimenti e dei loro effetti statistici si è invertito. Le banche americane, in presenza di una accresciuta liquidità interna, hanno ridotto l'indebitamento verso l'estero; nella misura in cui tali fondi sono pervenuti alle banche centrali europee, hanno dato luogo a formazione di riserve per l'Europa, senza esercitare un effetto peggiorativo sulla posizione monetaria esterna degli Stati Uniti, l'incremento del loro debito verso enti ufficiali restando compensato dalla riduzione del debito delle loro banche commerciali verso il mercato dell'eurodollaro. Per l'Europa si è avuta « importazione di capitale » nella misura in cui il riflusso di dollari dagli Stati Uniti ha dato luogo a cessioni valutarie dei privati (non banche) alle rispettive banche centrali: per la somma di Europa e Stati Uniti si è avuta creazione di riserve.

Un miglioramento si è peraltro avuto nelle partite correnti; gli squilibri si sono attenuati sia nei paesi eccedentari (Germania, Italia) sia in quelli deficitari (Stati Uniti, Francia), quale effetto della mutata evoluzione congiunturale e delle modifiche intervenute sul finire del 1969 nelle parità di cambio della Francia e della Germania. Anche i movimenti dei capitali privati a medio e lungo termine hanno dato luogo a risultati più equilibrati.

Il fenomeno del trasferimento di mezzi di pagamento internazionali dai privati alle autorità ufficiali ha avuto effetti di particolare rilievo sulla bilancia dei pagamenti degli USA, le cui variazioni rispetto al 1969 risultano molto diverse secondo che il saldo venga calcolato sulla base della liquidità o su quella delle transazioni ufficiali (tav. 3).

Infatti, in termini di liquidità risulta un miglioramento, per la riduzione del disavanzo da 7,0 a 4,7 miliardi di dollari, che riflette principalmente l'aumento dell'eccedenza commerciale, passata da 0,6 a 2,2 miliardi di dollari; sulla base delle transazioni ufficiali, invece, risulta un rovesciamento del saldo, passato da un avanzo di 2,7 a un disavanzo di 10,7 miliardi, in dipendenza dello spostamento di passività verso l'estero.

BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI

(miliardi di dollari)

Voci	1968	1969	1970
Saldo merci	0,6	0,6	2,2
Saldo servizi (esclusi i redditi da investimenti)	- 2,9	- 3,1	- 3,1
Trasferimenti unilaterali	- 2,8	- 2,8	- 3,0
Esportazioni di capitali	- 7,4	- 7,4	- 7,9
Errori ed omissioni	- 0,6	- 2,8	- 1,3
Totale A	- 13,1	- 15,5	- 13,1
Redditi netti da investimenti	4,7	4,4	4,5
Importazioni di capitali	8,6	4,1	3,9
Totale B	13,3	8,5	8,4
1. Saldo sulla base della liquidità (A + B)	0,2	- 7,0	- 4,7
meno: a) passività « quasi liquide » verso istituzioni ufficiali (aumento +)	2,4	- 1,0	- 0,3
delle autorità centrali	1,9	- 0,2	- 0,8
delle banche commerciali	0,5	- 0,8	0,5
più: b) passività liquide delle banche commerciali verso istituzioni non ufficiali (aumento +)	3,8	8,7	- 6,3
2. Saldo sulla base delle transazioni ufficiali	1,6	2,7	- 10,7
c) attività liquide delle banche commerciali (aumento +)	0,1	0,9	1,1
3. Saldo al netto dei movimenti monetari (1 - a + c)	- 2,1	- 5,1	- 3,3
4. Saldo sub 3 comprese le assegnazioni di DSP	- 2,1	- 5,1	- 2,4

Fonte: *Survey of Current Business*.

Se poi, per motivi di omogeneità con i metodi statistici seguiti negli altri paesi, il saldo viene calcolato al netto di tutti i movimenti monetari, cioè sulla cosiddetta bilancia di base, il disavanzo si riduce, tra il 1969 e il 1970, da 5,1 a 3,3 miliardi di dollari, escluse le assegnazioni dei diritti speciali di prelievo, e a 2,4 miliardi qualora queste vengano comprese.

Per effetto dell'inversione di tendenza nei movimenti di capitali, concretatasi in una forte riduzione dell'uscita di quelli a medio e lungo termine e in un afflusso di fondi a breve, la bilancia dei pagamenti dei paesi della CEE ha presentato da un anno all'altro, nonostante la diminuzione di circa 1 miliardo di dollari nel saldo attivo delle partite correnti, un miglioramento di 12,8 miliardi di dollari, passando da un disavanzo di 6,6 ad un avanzo di 6,2 miliardi.

Il Regno Unito ha registrato per il secondo anno consecutivo un elevato avanzo al quale ha contribuito principalmente il miglioramento del saldo delle partite correnti che è aumentato da 1,0 a 1,5 miliardi di dollari. Una riduzione negli afflussi netti di capitali privati è stata compensata, agli effetti dell'andamento delle riserve ufficiali, dagli afflussi di fondi bancari a breve.

Negli altri principali paesi industriali, un miglioramento sensibile si è avuto nella bilancia dei pagamenti del Canada, derivato dall'elevata eccedenza commerciale, mentre l'avanzo del Giappone si è ridotto di circa 1 miliardo di dollari a seguito di un peggioramento nei movimenti di capitali.

Il commercio internazionale. — Il rallentamento congiunturale nella maggior parte dei paesi industriali, specie nella seconda parte dell'anno, unitamente all'andamento dei prezzi internazionali i quali, per la prima volta da lungo tempo, sono aumentati più di quelli interni, ha inciso sull'espansione del commercio mondiale, il cui tasso di aumento si è ridotto, in volume, rispetto all'anno precedente, dal 12 all'8 per cento. In valore, lo sviluppo degli scambi è risultato del 14 per cento, pressoché uguale, cioè, a quello del 1969, manifestando peraltro una progressiva diminuzione nel corso dell'anno, parallelamente all'estendersi del rallentamento produttivo a un numero sempre maggiore di paesi (tav. a 3).

All'espansione del commercio internazionale ha contribuito per oltre la metà l'aumento della domanda d'importazione nei paesi della CEE e nel Giappone. E' invece ulteriormente diminuito l'apporto degli Stati Uniti, del Regno Unito, del Canada e dei paesi in via di sviluppo. Il commercio all'interno della CEE, pur continuando ad espandersi a un tasso elevato, ha presentato un rallentamento rispetto al biennio precedente, in parte imputabile alla minore offerta di prodotti agricoli. Nei rapporti esterni, nonostante il persistere di una domanda interna più elevata rispetto a quella di altri paesi industriali e la rivalutazione del marco (solo in parte compensata, dato il diverso volume degli scambi, dalla svalutazione del franco francese), le importazioni si sono sviluppate a un tasso solo leggermente superiore rispetto alle esportazioni. Il peggioramento della bilancia commerciale intervenuto nei confronti degli Stati Uniti, del Canada e del Regno Unito è stato in gran parte controbilanciato da un miglioramento verso gli altri paesi dell'EFTA e quelli in via di sviluppo.

Le modifiche di maggior rilievo negli scambi commerciali dei singoli paesi della CEE hanno riguardato la Francia e l'Italia. In Francia, per effetto della svalutazione del franco e delle rigorose misure di contenimento della domanda interna, le esportazioni, espresse in dollari, sono aumentate a un tasso doppio di quello delle importazioni e il saldo commerciale ha presentato, rispetto all'anno precedente, un miglioramento di oltre 1 miliardo di dollari. Il più favorevole andamento degli scambi è intervenuto soprattutto nel primo semestre; nella seconda parte dell'anno le esportazioni hanno subito un rallentamento, mentre le importazioni hanno dato segni di un maggior dinamismo. In Italia l'andamento è stato opposto: le importazioni si sono sviluppate a un tasso all'incirca doppio rispetto alle esportazioni, la bilancia commerciale è peggiorata di oltre 1 miliardo di dollari, il maggior squilibrio negli scambi si è avuto nella prima parte dell'anno, mentre nel secondo semestre si è riscontrato un sensibile miglioramento.

La rivalutazione del marco e la forte pressione della domanda interna da un lato, la svalutazione del franco e il rallentamento della domanda mondiale dall'altro, non hanno esercitato effetti apprezzabili sulla bilancia commerciale tedesca, il cui saldo attivo, in valore, è anzi ulteriormente migliorato rispetto all'anno precedente. Modificazioni opposte nelle ragioni di scambio spiegano in larga parte le variazioni presentate dalle bilance commerciali dei Paesi Bassi e del Regno Unito: nei Paesi Bassi il loro peggioramento ha determinato un maggior disavanzo di 0,6 miliardi di dollari; al contrario, nel Regno Unito il loro più favorevole andamento ha permesso un miglioramento del saldo commerciale. In quest'ultimo paese le esportazioni sono aumentate infatti più delle importazioni in valore, ma meno di esse in volume, e la quota di partecipazione al commercio mondiale di manufatti, dopo il lieve miglioramento registrato nell'anno precedente, è di nuovo diminuita.

L'avanzo della bilancia commerciale degli Stati Uniti, per quanto in aumento, è stato inferiore alle aspettative. Le esportazioni sono aumentate a un tasso pressoché uguale a quello della domanda mondiale, mentre le importazioni, nonostante la diminuzione della domanda interna a prezzi costanti, si sono accresciute in volume del 5 per cento ed ancor più in valore. Il miglioramento del saldo commerciale ha interessato per oltre i tre quarti i paesi dell'Europa occidentale; è invece aumentato il disavanzo nei confronti del Canada. Verso la fine del 1970 e nei primi mesi del 1971, a seguito della ripresa della domanda interna e del rallentamento dell'attività produttiva all'estero, l'avanzo commerciale si è notevolmente ridotto.

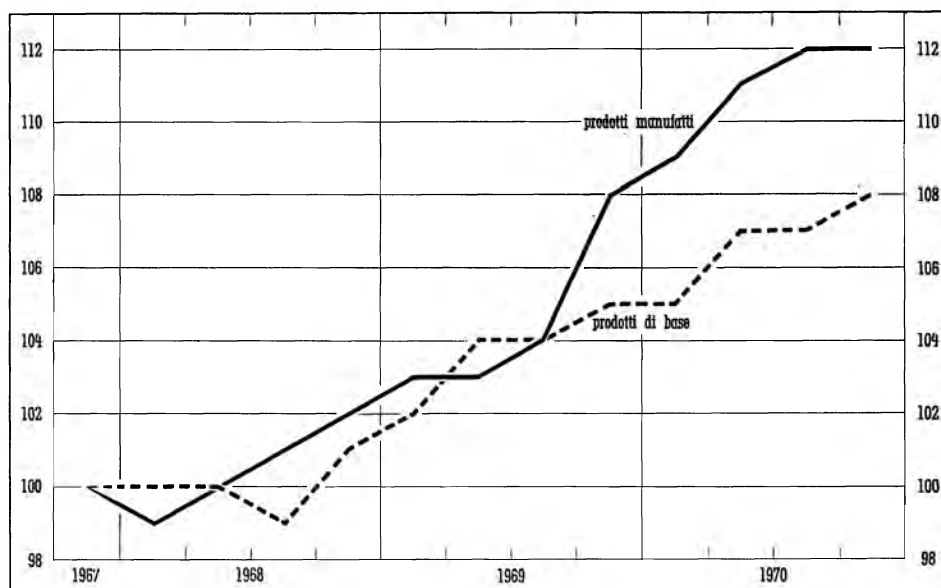
Quanto agli altri principali paesi industriali, mentre in Giappone le importazioni si sono sviluppate a un tasso superiore a quello delle esportazioni e l'avanzo commerciale si è ridotto di 0,5 miliardi di dollari, in Canada al forte aumento delle esportazioni, specie di prodotti minerari, ha corrisposto solo un modesto incremento nelle importazioni, così che il saldo commerciale è migliorato di oltre 2 miliardi di dollari.

Nel corso del 1970 si è accentuata la tendenza, iniziata nel secondo semestre del 1968, all'aumento dei prezzi nel commercio mondiale. A differenza però di quanto era avvenuto nel 1969, l'aumento è stato più elevato per i prodotti industriali che per quelli di base; di conseguenza, le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo sono peggiorate (fig. 2).

Per i prodotti primari il rialzo dei prezzi è stato del 2 per cento, a fronte del 4 per cento nell'anno precedente, e ha interessato soprat-

tutto i prodotti alimentari. I prezzi dei prodotti agricoli non alimentari sono invece leggermente diminuiti. Per i prodotti minerari, la tendenza è stata ancora all'aumento fino al primo trimestre del 1970, per poi dar luogo a una forte diminuzione, a seguito del rallentamento produttivo sempre più generalizzato e della minore domanda a fini speculativi. Un

Fig. 2



Prezzi internazionali dei prodotti manufatti e di base
(indici, IV trimestre 1967 = 100)

Fonte: ONU, Monthly Digest of Statistics

andamento inverso hanno invece presentato gli oli combustibili i cui prezzi, dal secondo semestre, hanno iniziato una fase ascendente che si è ulteriormente accentuata nei primi mesi del 1971.

L'aumento dei prezzi dei prodotti industriali, generalizzato a tutti i paesi e alla maggior parte dei prodotti, è risultato in media del 6 per cento, ed è stato determinato dalla lievitazione dei costi di produzione, dalle limitazioni dell'offerta conseguenti anche al protrarsi delle tensioni sindacali, nonché dal persistere, specie nei paesi europei e in Giappone, di una forte pressione della domanda, che si è andata attenuando solo verso l'ultima parte dell'anno.

Le variazioni intervenute nelle parità del franco francese e del marco tedesco nel secondo semestre del 1969 hanno esercitato effetti atipici sui prezzi interni e internazionali, in dipendenza anche del generale clima inflazionistico (tav. 4).

Gli esportatori francesi, in presenza di un aumento medio dei prezzi all'esportazione di oltre il 6 per cento nei principali paesi concorrenti, hanno conseguito un soddisfacente aumento del volume delle vendite all'estero pur lasciando immutati i loro prezzi espressi in dollari. D'altra parte le imprese estere, gravate dal forte aumento dei costi, hanno au-

Tav. 4

VARIAZIONI DELLE PARITA' DI CAMBIO E ANDAMENTO DEI PREZZI

Paesi			Prezzi				
			all'esportazione		all'importazione		ingrosso dei prodotti industriali
			in valuta nazionale	in dollari	in valuta nazionale	in dollari	
Periodi							
REGNO UNITO							
1967	1 ^o	trim.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	2 ^o	»	100,0	100,0	98,1	98,1	100,0
	3 ^o	»	100,9	100,9	99,1	99,1	100,7
	4 ^o (1)	»	101,8	95,5	103,8	97,2	101,5
1968	1 ^o	trim.	105,5	90,0	110,4	94,3	103,5
	2 ^o	»	107,3	91,8	110,4	94,3	104,6
	3 ^o	»	109,1	93,6	111,3	95,3	104,7
	4 ^o	»	110,0	94,5	112,3	96,2	105,1
FRANCIA							
1969	1 ^o	trim.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	2 ^o	»	101,8	101,8	100,0	100,0	102,3
	3 ^o (2)	»	101,8	98,2	106,0	101,9	105,5
	4 ^o	»	111,0	99,1	116,1	102,9	109,4
1970	1 ^o	trim.	112,8	100,0	118,0	104,9	113,1
	2 ^o	»	114,7	101,8	118,0	104,9	113,9
	3 ^o	»	113,8	100,9	116,2	102,9	112,3
	4 ^o	»	117,4	104,0	116,2	102,9	111,6
GERMANIA							
1969	1 ^o	trim.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	2 ^o	»	101,0	101,0	101,0	101,9	100,5
	3 ^o	»	102,0	102,0	101,0	101,0	101,5
	4 ^o (3)	»	102,0	107,9	98,1	103,9	103,7
1970	1 ^o	trim.	102,0	110,9	98,1	107,8	106,1
	2 ^o	»	102,0	111,9	99,0	108,7	106,9
	3 ^o	»	104,0	113,9	97,1	106,6	107,7
	4 ^o	»	104,0	113,9	97,1	106,6	108,9

Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

(1) Regno Unito: svalutazione del 14,3 per cento (novembre 1967). — (2) Francia: svalutazione dell' 11,1 per cento (agosto 1969). — (3) Germania: rivalutazione del 9,3 per cento (ottobre 1969).

mentato i prezzi in dollari delle merci dirette in Francia del 3 per cento; di conseguenza, l'aumento dei prezzi espressi in franchi delle merci importate, maggiore del tasso di svalutazione, ha contenuto la domanda di importazione.

Ben diverso era stato il comportamento delle imprese a seguito della svalutazione della sterlina del novembre 1967. Durante quel periodo, caratterizzato nella congiuntura mondiale dalla prevalenza dell'offerta e dalla sostanziale stabilità dei prezzi, le imprese britanniche, a fronte di una svalutazione della moneta nazionale del 14,3 per cento, ribassarono i prezzi all'esportazione dell'8 per cento, mentre le imprese estere, per mantenere la loro quota di mercato, ridussero i prezzi delle merci esportate verso il Regno Unito di circa il 5 per cento. Questi sviluppi da un lato limitarono le pressioni inflazionistiche che generalmente si manifestano all'interno del paese che svaluta; dall'altro, data l'alta quota del commercio mondiale del Regno Unito, favorirono un'espansione degli scambi mondiali a prezzi stabili. Anche per questo motivo, nel 1968, per la prima volta dopo 10 anni, i prezzi dei manufatti subirono una diminuzione.

In Germania i prezzi all'esportazione espressi in dollari sono aumentati del 2 per cento in più rispetto al tasso della rivalutazione, mentre quelli all'importazione, pure espressi in dollari, ne hanno incorporato quasi per intero l'importo. Di conseguenza, da un lato, l'effetto calmieratore delle importazioni sui prezzi interni è risultato limitato, dall'altro, l'elevato incremento dei prezzi all'esportazione (espressi in dollari) ha contribuito, in misura rilevante, alla lievitazione dei prezzi internazionali.

I movimenti di capitali. — I movimenti internazionali dei capitali privati sono stati caratterizzati da una riduzione degli impieghi a lungo termine e da un aumento di quelli a breve, i quali, a differenza di quanto era avvenuto nel biennio precedente, si sono prevalentemente diretti, tramite il mercato dell'eurodollaro, dagli Stati Uniti verso l'Europa.

Gli acquisti di azioni e di obbligazioni convertibili, a causa delle tendenze riflessive delle principali borse mondiali e della crisi che ha investito i fondi comuni di investimento, si sono notevolmente ridotti; gli investimenti in obbligazioni ordinarie sono stati negativamente influenzati dalle incertezze sul futuro andamento dei tassi di interesse. Al fine di conciliare le opposte preferenze degli investitori, orientati verso l'acquisto di titoli a breve, e dei prenditori di fondi, interessati a forme di indebitamento a medio e lungo termine, il mercato internazionale dei capitali ha intensificato il lancio di prestiti a medio termine con un tasso di interesse variabile, collegato a quello dell'eurodollaro.

I movimenti di capitali privati degli Stati Uniti, comprese anche le variazioni nelle passività liquide delle banche verso privati e banche dell'estero, si sono chiusi nel 1970 con un disavanzo di 8,8 miliardi di dollari, a fronte di un avanzo di 5,3 e di 7,5 miliardi rispettivamente nel 1968 e nel 1969 (tav. 5). Da un lato sono aumentati gli investimenti

TAV. 5

MOVIMENTI DI CAPITALI DEGLI STATI UNITI

(milioni di dollari; + afflussi)

Movimenti di capitali	americani		esteri		Saldi	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
PRIVATI	- 5.233	- 6.351	12.751	- 2.478	7.518	- 8.829
a medio e lungo termine	- 4.658	- 5.233	3.959	3.060	- 699	- 2.173
investimenti diretti	- 3.070	- 3.967	832	876	- 2.238	- 3.091
nuove emissioni di titoli	- 1.189	- 1.023	1.029	840	- 160	- 183
altri investimenti di portafoglio . .	- 305	145	2.083	1.363	1.778	1.508
prestiti: non bancari	- 424	- 589	691	775	267	186
bancari	330	201	- 676	- 794	- 346	- 593
a breve termine	- 575	- 1.118	8.792	- 5.538	8.217	- 6.656
non bancari	296	- 34	76	704	372	670
bancari (1)	- 871	- 1.084	8.716	- 6.242	7.845	- 7.326
PUBBLICI	- 2.184	- 1.588	97	98	- 2.087	- 1.490
di cui: rimborsi anticipati	(- 87)	(244)	—	—	(- 87)	(244)
TOTALE	- 7.417	- 7.939	12.848	- 2.380	5.431	-10.319

Fonte: *Survey of Current Business*.

(1) Escluse le passività liquide verso istituzioni ufficiali.

diretti all'estero e si sono ridotti gli afflussi di fondi a lungo termine, dall'altro il differenziale nei tassi d'interesse a breve a favore dell'Europa ha provocato forti deflussi di capitali bancari dagli Stati Uniti verso il mercato dell'eurodollaro e, da questo, verso alcuni mercati europei.

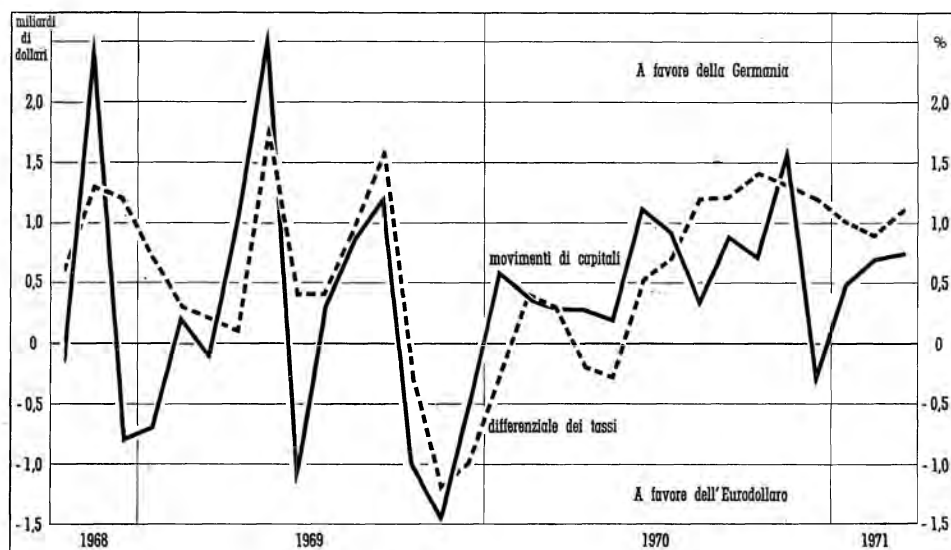
Al peggioramento nel saldo dei movimenti di capitali degli Stati Uniti ha fatto riscontro un miglioramento per i paesi CEE, soprattutto Germania e Italia (tav. 6). I movimenti di capitali privati della Germania hanno presentato un miglioramento di 7,9 miliardi di dollari rispetto al 1969, passando da un deflusso netto di 4,5 a un afflusso di 3,4 miliardi. Considerando anche gli errori ed omissioni, i quali sono verosimilmente da ricollegare a operazioni di carattere commerciale, l'avanzo si eleva a 6,1 miliardi. L'inversione di tendenza ha interessato sia i capitali a medio e lungo termine, sia quelli a breve. Su questi

**MOVIMENTI DI CAPITALI PRIVATI E BANCARI
DELL'ITALIA, DELLA GERMANIA E DEGLI STATI UNITI**
(milioni di dollari; + afflussi)

Voci	Italia (1)		Germania		Stati Uniti		Totale		Diffe- renza tra 1970 e 1969
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970	
Capitali privati a medio e lungo termine	- 3.199	- 488	- 5.471	- 544	- 699	- 2.173	- 9.369	- 3.205	6.164
Investimenti:									
diretti	135	496	- 198	- 404	- 2.238	- 3.091	- 2.301	- 2.999	- 698
di portafoglio	- 2.742	- 1.467	- 2.721	- 187	1.618	1.325	- 3.845	- 329	3.516
Prestiti e crediti commerc.	- 613	466	- 2.429	196	- 79	- 407	- 3.121	255	3.376
Altri	21	17	- 123	- 149	—	—	- 102	- 132	- 30
Capitali a breve termine . .	294	- 435	999	3.929	8.217	- 6.656	9.510	- 3.162	-12.672
Non bancari	- 393	- 454	- 187	1.763	372	670	- 208	1.979	2.187
Bancari	687	19	1.186	2.166	7.845	- 7.326	9.718	- 5.141	-14.859
Totale	- 2.905	- 923	- 4.472	3.385	7.518	- 8.829	141	- 6.367	- 6.508

(1) Le rimesse di banconote sono state incluse negli investimenti di portafoglio italiani all'estero. Tra il 1969 e il 1970 i movimenti di capitali pubblici sono passati da un disavanzo di 32 a un avanzo di 719 milioni di dollari.

FIG. 3



Movimenti di capitali a breve della Germania (1)
e differenziale nei tassi di interesse (2) con il mercato dell'Eurodollaro

(1) In miliardi di dollari. Inclusi i capitali bancari, gli errori ed omissioni. — (2) A breve e al netto della copertura a termine.

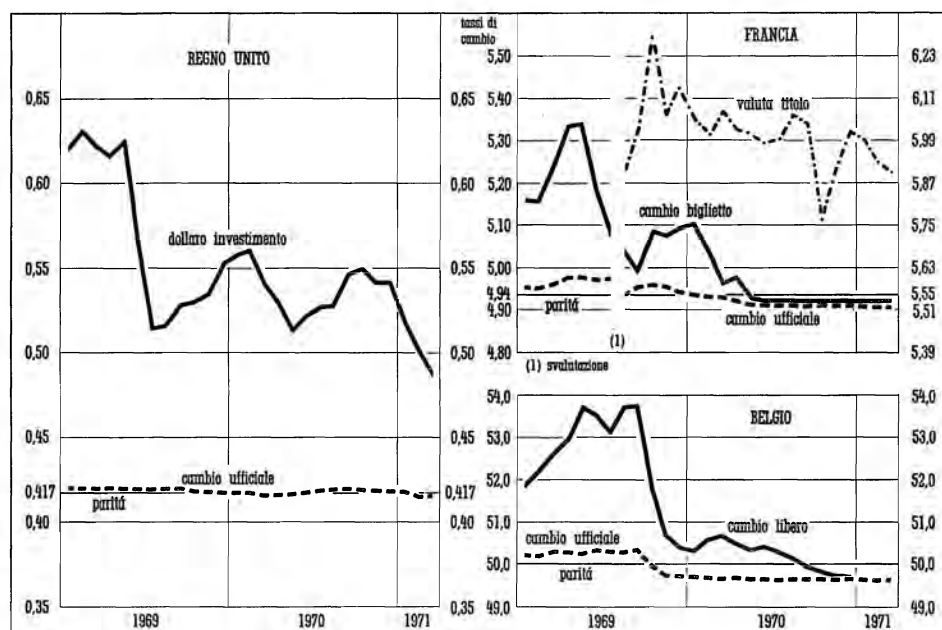
Fonte: Elaborazioni su statistiche finanziarie della Germania e del Regno Unito

ultimi ha influito il differenziale nei tassi di interesse al netto della copertura a termine, pressoché costantemente a favore del mercato tedesco (fig. 3).

I movimenti di capitali dell'Italia, dei quali si dirà più diffusamente in seguito, sono passati, fra il 1969 e il 1970, da un deflusso netto di circa 3 miliardi di dollari ad una situazione di pareggio.

Il perdurare di elevati tassi di interesse, unitamente al miglioramento delle partite correnti, ha provocato forti afflussi di capitali a breve termine nel Regno Unito. Miglioramenti sensibili nei movimenti di capitali, specie a breve termine, si sono avuti anche per la Francia, i Paesi Bassi e il Canada. Un peggioramento si è invece avuto per il Giappone, a causa soprattutto dei minori acquisti di azioni da parte di investitori americani ed europei.

FIG. 4



Corso di alcune valute europee nei confronti del dollaro
(medie mensili)

La minore attrazione esercitata dagli investimenti in titoli azionari ed obbligazionari esteri ha provocato una forte caduta nei corsi delle valute sui mercati paralleli di alcuni paesi europei (fig. 4). Nel Regno Unito, il premio della valuta-investimento sul cambio ufficiale, che negli anni precedenti aveva raggiunto valori prossimi al 60 per cento, si è ridotto, nei primi mesi del 1971, a meno del 20 per cento. In Francia il cambio-biglietto, dal secondo trimestre del

1970, si è adeguato a quello ufficiale, mentre il premio della valuta-titolo è andato progressivamente diminuendo. In Belgio, il tasso di cambio del mercato-libero non ha presentato scostamenti di rilievo rispetto a quello del mercato ufficiale. Infine, per quanto riguarda l'Italia, lo scarto del cambio-biglietto, che si è venuto a formare a seguito della introduzione delle misure amministrative sull'accreditamento delle ban-conote rimesse dall'estero, si è mantenuto in media sull' 1,5-2 per cento.

Il miglioramento intervenuto nei flussi a breve e il conseguente aumento delle riserve ufficiali hanno reso possibile nel Regno Unito, in Francia e in Italia, un'attenuazione delle misure limitative dei regolamenti valutari delle importazioni e delle esportazioni, introdotte in precedenza.

I movimenti di capitali dai paesi sviluppati verso quelli in via di sviluppo non hanno presentato, nel complesso, variazioni di rilievo rispetto al 1969. La contrazione dei prestiti finanziari pubblici e privati e dei crediti alle esportazioni è stata infatti compensata da un aumento dei finanziamenti delle istituzioni internazionali e regionali di sviluppo. Sono invece proseguite a ritmo ancora sostenuto le concessioni di credito a medio e lungo termine accordate ai paesi socialisti.

I movimenti monetari. — Le disponibilità sull'estero delle autorità monetarie e delle aziende di credito dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, dopo tre anni di continue e crescenti diminuzioni, hanno presentato nel 1970 un aumento di 10,7 miliardi di dollari. Aggiungendo a questo importo le variazioni intervenute nelle disponibilità ufficiali del resto del mondo, il miglioramento complessivo nelle posizioni nette sull'estero si eleva a 14,3 miliardi di dollari, contro un peggioramento di 5,5 miliardi nel 1969 (tav. 7).

A determinare questa pronunciata inversione di tendenza hanno contribuito: i minori impieghi di residenti europei sul mercato internazionale dei capitali, il passaggio di mezzi di liquidità internazionale dai privati alle autorità ufficiali, un maggiore afflusso di oro di nuova produzione al sistema Banche centrali-FMI, la prima assegnazione dei diritti speciali di prelievo.

La forte diminuzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti e di riflesso di quelli dell'eurodollaro, alla quale si è contrapposto il permanere di tassi ancora molto elevati sugli altri principali mercati nazionali, ha determinato una forte contrazione nei deflussi di capitali

europei verso il mercato dell'eurodollaro. Nel contempo, le banche americane che nel biennio precedente avevano stimolato, mediante la corresponsione di alti tassi di interesse, il passaggio di mezzi di liquidità internazionale dalle banche centrali ai privati per poi assorbirli

TAV. 7

MOVIMENTI MONETARI

(milioni di dollari)

Paesi	1969			1970			Totale	
	Autorità ufficiali	Aziende di credito	Totale	Autorità ufficiali	Aziende di credito		escluse	incluse
							le assegnazioni di SDR	
PAESI SVILUPPATI	681	-7.640	-6.959	5.526	3.798		9.324	11.885
Belgio - Lussemburgo	202	85	287	385	- 273		112	186
Francia	-1.100	- 565	-1.665	1.819	- 449		1.370	1.535
Germania	-3.038	-1.185	-4.223	5.965	-2.166		3.799	4.001
Italia	- 514	- 661	-1.175	392	11		403	508
Paesi Bassi	61	89	150	617	- 162		455	542
Totale CEE	-4.389	-2.237	-6.626	9.178	-3.039		6.139	6.772
Regno Unito	1.332	456	1.788	2.832	-1.412		1.420	1.830
Svezia	- 141	- 190	- 331	4	77		81	119
Svizzera	9	148	157	689	394		1.083	1.083
Canada	54	495	549	1.608	86		1.694	1.818
Giappone	800	1.483	2.283	1.008	366		1.374	1.496
Totale CEE e altri	-2.235	155	-2.180	15.319	-3.528		11.791	13.118
Stati Uniti	2.591	-7.795	-5.204	-10.659	7.326		-3.333	-2.466
Totale	256	-7.640	-7.384	4.660	3.798		8.458	10.652
Altri paesi sviluppati (1)	425	....	425	866	....		866	1.233
ALTRI PAESI (1)	1.457	....	1.457	1.591	....		1.591	2.444
TOTALE GENERALE	2.138	-7.640	-5.502	7.117	3.798		10.915	14.329

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali e Fondo Monetario Internazionale. Per motivi di uniformità, i dati possono divergere da quelli delle singole impostazioni nazionali.

(1) Esclusi i paesi socialisti.

attraverso il mercato dell'eurodollaro, hanno proceduto nel corso del 1970 a massicci ritrasferimenti verso lo stesso mercato. Le valute sono state usate per impieghi nei mercati dei paesi che offrivano tassi di interesse più elevati (Germania, Regno Unito, Italia, Francia) venendo per la maggior parte acquisite dalle rispettive banche centrali.

Questo fenomeno trova conferma soprattutto nei movimenti monetari degli Stati Uniti e dei paesi della CEE. L'indebitamento netto verso l'estero delle banche americane, che nel 1969 era aumentato di 7,8 miliardi di dollari, si è ridotto nel 1970 di un importo all'incirca eguale (7,3 miliardi); mentre la posizione delle autorità ufficiali, esclusa l'assegnazione di diritti speciali di prelievo, per effetto anche della persistenza di un disavanzo nella bilancia di base, ha presentato un peggioramento di 10,7 miliardi, contro un miglioramento di 2,7 miliardi nel 1969.

Nei paesi della CEE, le disponibilità valutarie delle autorità ufficiali, esclusa l'assegnazione di diritti speciali di prelievo, sono aumentate di 9,2 miliardi di dollari, a fronte di una diminuzione di 4,4 miliardi nel 1969, mentre la posizione sull'estero delle aziende di credito ha presentato un peggioramento di 3 miliardi di dollari. Aumenti sensibili nelle disponibilità sull'estero delle autorità ufficiali si sono pure avuti nel Canada, nel Regno Unito, nel Giappone e in Svizzera.

Queste ampie modifiche nella posizione sull'estero delle autorità ufficiali, anche se non sono sfociate nel corso dell'anno in gravi crisi valutarie, hanno influito sfavorevolmente sulle politiche poste in essere da vari paesi per il raggiungimento dell'equilibrio interno. Invero non sono mancate, specie nella seconda parte dell'anno e nel primo trimestre del 1971, le misure volte a contenere i movimenti di capitali a breve, i quali, con i loro ampi spostamenti, hanno rappresentato una delle cause principali delle modifiche intervenute nelle riserve ufficiali. A parte però la decisione del Canada di lasciare fluttuare il corso del cambio della propria valuta che ha avuto un certo successo, le altre misure si sono rivelate insufficienti allo scopo.

La Germania, al fine di ridurre l'indebitamento verso l'estero delle banche, ha modificato a più riprese la percentuale delle riserve obbligatorie a fronte dell'acquisizione di nuovi depositi di pertinenza estera. Proseguendo però essa, per motivi interni, nella politica di contenimento del credito e di alti tassi di interesse, i provvedimenti hanno avuto come effetto uno spostamento nell'indebitamento verso l'estero dalle aziende di credito alle imprese. Un effetto in parte analogo ha avuto il provvedimento del Regno Unito di limitare l'indebitamento a breve e a medio termine (fino a 5 anni) verso l'estero per usi interni: a seguito di questa misura, gli impieghi dell'estero si sono infatti spostati verso i titoli governativi e, per contenere la riduzione dei tassi, le autorità hanno proceduto a nuove e massicce emissioni.

Al fine di evitare un'ulteriore riduzione delle posizioni debitorie delle banche verso il mercato dell'eurodollaro e contenere l'afflusso di dollari verso le banche centrali, nel novembre del 1970 le autorità monetarie degli Stati Uniti hanno introdotto misure di penalizzazione, consistenti in un aumento delle riserve ob-

bligatorie sulla raccolta all'estero (da applicarsi in futuro) per le banche che non si fossero attenute a una limitazione dei rimborsi verso l'estero. La direttiva non ha però sortito gli effetti sperati, in quanto i benefici (futuri) che sarebbero potuti derivare dal mantenimento di un elevato indebitamento sul mercato dell'euro-dollaro sono stati ritenuti dalle banche tali da non compensare il maggior costo (attuale) della raccolta estera rispetto a quello della raccolta interna, quest'ultimo tra l'altro in rapida diminuzione per effetto anche della politica monetaria espansiva perseguita dalle stesse autorità.

Altre misure volte a contenere il deflusso di dollari verso le banche centrali estere sono state promosse dalle autorità americane agli inizi del 1971. Nel primo trimestre la Eximbank, con un'operazione di mercato aperto a livello internazionale, ha emesso sul mercato dell'eurodollaro, a un tasso superiore di circa due punti percentuali rispetto a quello vigente negli Stati Uniti, titoli a breve (tre mesi) per un importo complessivo di 1.500 milioni di dollari, di cui 1.000 in gennaio e 500 in marzo. Per facilitarne il collocamento, le autorità monetarie hanno disposto che i titoli acquistati dalle filiali di banche americane operanti all'estero potevano essere computati dalle loro case madri come parte dell'indebitamento verso l'estero esente dall'obbligo di riserva. In aprile, l'Eximbank ha rinnovato il prestito di 1.000 milioni di dollari che aveva assunto in gennaio. A questo rinnovo si è aggiunta una nuova emissione del Tesoro americano di 1.500 milioni di dollari. Pertanto, a fine aprile 1971, l'indebitamento delle autorità americane sul mercato dell'euro-dollaro aveva raggiunto l'importo di 3.000 milioni di dollari. Per gli stessi motivi sono stati anche effettuati interventi sul mercato dei cambi a termine di alcune valute europee (principalmente il marco tedesco) al fine di introdurre un correttivo al differenziale dei tassi di interesse a breve termine.

Nonostante le misure sopra descritte e la riduzione dei tassi di interesse intervenuta nei principali paesi europei, gli afflussi di fondi a breve si sono ulteriormente ampliati in aprile e nei primi giorni di maggio, investendo con particolare intensità Germania, Svizzera, Olanda e Belgio. La situazione è diventata presto insostenibile e le autorità, dopo aver disposto una breve chiusura dei mercati dei cambi, hanno messo a punto una serie di provvedimenti di carattere prevalentemente valutario. In particolare, la Svizzera e l'Austria hanno rivalutato le loro monete, rispettivamente del 7,0 e del 5,0 per cento; la Germania e l'Olanda hanno deciso di sospendere i margini di fluttuazione dei tassi di cambio; il Belgio ha disposto controlli più rigorosi affinché tutte le transazioni in conto capitale siano effettuate sul mercato libero.

I mutamenti più importanti nella composizione delle riserve ufficiali hanno riguardato le valute convertibili e le passività sull'estero (tav. 8). Le valute convertibili, praticamente stazionarie nel 1969, sono aumentate nel 1970 di 12,8 miliardi di dollari. L'aumento ha riguardato soprattutto le disponibilità in dollari; di rilievo, anche se di importo in valore assoluto di gran lunga inferiore, è stato l'accrescimento delle disponibilità in marchi tedeschi passate da un valore di 275 a 800 milioni di dollari, il che denota la forte attrazione esercitata da questa valuta non solo sui privati e le aziende di credito, ma anche su alcune banche centrali. Sono invece diminuite le disponibilità in altre valute, per effetto anche del minor ricorso alle linee di credito concordate tra le varie banche centrali e della diminuzione dell'indebitamento del Regno Unito verso le autorità ufficiali estere, in parte compensato da un aumento dei saldi in sterline dei paesi di quell'area valutaria.

ANDAMENTO DELLE RISERVE UFFICIALI

(milioni di dollari; + aumento di attività o diminuzione di passività)

Voci	Italia	Altri CEE	Regno Unito	Stati Uniti	Altri Gruppo Dieci più Svizzera	Totale	Altri paesi sviluppati (1)	Resto del mondo (1)	Totale Generale
1 9 6 9									
ATTIVITÀ	- 360	-3.026	107	1.254	741	-1.284	425	1.457	598
Oro (2)	33	- 771	- 1	967	85	313	- 148	25	190
Valute convertibili	- 61	- 645	108	- 747	- 1	-1.346	489	1.410	553
di cui: dollari	63	-1.339	- 155	—	- 41	-1.472	....	....	....
FMI e GAB (3)	- 32	-1.417	—	1.034	546	131	84	22	237
Altre	- 300	- 193	—	—	111	- 382	....	....	- 382
PASSIVITÀ	- 154	- 849	1.225	1.337	- 19	1.540	....	....	1.540
TOTALE . . .	- 514	-3.875	1.332	2.591	722	256	425	1.457	2.138
1 9 7 0									
ATTIVITÀ	247	8.304	- 111	- 3.344	3.180	8.276	866	1.591	10.733
Oro (2)	- 69	- 98	- 124	- 787	103	- 975	- 806	- 165	-1.946
Valute convertibili	1.166	7.690	157	- 2.152	2.463	9.324	1.676	1.755	12.755
di cui: dollari	977	8.730	300	—	2.413	12.420	....	....	....
Utilizzi SDR	- 28	253	- 144	- 16	82	147	- 65	- 371	- 289
FMI e GAB (3)	- 586	950	—	- 389	564	539	61	372	972
Altre	- 236	- 491	—	—	- 32	- 759	....	....	- 759
PASSIVITÀ	145	482	2.943	- 7.315	129	-3.616	....	....	-3.616
TOTALE . . .	392	8.786	2.832	-10.659	3.309	4.660	866	1.591	7.117
ASSEGNAZIONI DI SDR . .	105	528	410	867	284	2.194	367	853	3.414
TOTALE . . .	497	9.314	3.242	- 9.792	3.593	6.854	1.233	2.444	10.531

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali e Fondo Monetario Internazionale.

(1) Esclusi i paesi socialisti. — (2) Incluso il Sud Africa, le cui riserve auree sono diminuite di 130 milioni di dollari nel 1969 e di 450 milioni nel 1970. — (3) Per gli altri paesi sviluppati e quelli in via di sviluppo si considerano le sole variazioni nella posizione netta.

L'aumento delle riserve ufficiali espresse in dollari trova contropartita nelle passività degli Stati Uniti verso le autorità ufficiali estere, accresciutesi di 7,3 miliardi di dollari. Le passività verso l'estero del Regno Unito sono invece diminuite di 3 miliardi di dollari. In complesso, tra la fine del 1968 e il primo trimestre del 1971, l'indebitamento del Regno Unito verso le autorità ufficiali estere e il FMI si è ridotto di oltre 5 miliardi di dollari.

Le disponibilità auree del sistema Banche centrali-FMI-BRI, escluso il Sud Africa, sono aumentate di 0,7 miliardi di dollari. Le Banche centrali hanno registrato una perdita di 1,5 miliardi, in

gran parte riconducibile ai versamenti delle quote del FMI. Quest'ultimo ha a sua volta accresciuto lo stock aureo di 2,0 miliardi di dollari, al netto delle vendite effettuate agli Stati Uniti, in base alla cosiddetta « procedura di mitigazione », per compensarli delle diminuzioni connesse agli acquisti di oro da parte di alcuni paesi che dovevano provvedere all'aumento delle quote presso lo stesso FMI. La Banca dei Regolamenti Internazionali ha, a sua volta, ridotto le passività in oro verso le banche centrali di 0,2 miliardi di dollari.

Gli utilizzi di diritti speciali di prelievo da parte dei paesi assegnatari sono risultati pari a 1,0 miliardi (tav. 9). Nell'ambito del Gruppo dei Dieci, Regno Unito e Stati Uniti sono stati i principali utilizzatori; nel caso degli Stati Uniti, gli SDR sono stati usati per assorbire dollari in possesso delle autorità monetarie del Belgio e dei Paesi Bassi.

Tav. 9

OPERAZIONI RIGUARDANTI I DIRITTI SPECIALI DI PRELIEVO

(milioni di dollari)

Voci	Gruppo dei Dieci	Altri paesi sviluppati	Paesi in via di sviluppo	Totale paesi partecipanti	Conto Generale FMI	Totale generale
Prima assegnazione						
(1° gennaio 1970)	2.191,1	369,9	853,0	3.414,0	—	3.414,0
Utilizzi	365,7	94,8	400,5	861,0	97,5	958,5
Acquisti	512,1	29,5	29,2	570,8	387,7	958,5
Acquisti netti . . .	146,4	- 65,3	- 371,3	- 290,2	290,2	—
Disponibilità						
al 31 dicembre 1970	2.337,5	304,6	481,7	3.123,8	290,2	3.414,0
Seconda assegnazione						
(1° gennaio 1971)	1.880,5	317,5	751,2	2.949,2	—	2.949,2

Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

L'aumento delle quote e i maggiori rimborsi hanno determinato un miglioramento delle posizioni di riserva sul FMI. Belgio, Germania, Giappone e, in misura minore, Paesi Bassi e Canada, hanno aumentato le loro posizioni di riserva; sono invece diminuite quelle degli Stati Uniti e dell'Italia. La migliorata posizione dei paesi in via di sviluppo è da ascrivere alla minore entità dei prelievi rispetto ai rimborsi, avvenuti in parte mediante la cessione di SDR. In complesso, le risorse del FMI, a seguito della risoluzione relativa all'aumento delle quote, sono passate da 21,3 a 28,4 miliardi di dollari (33,3 per cento). La quota italiana, salita da 625 a 1.000 milioni di dollari, è aumentata del 60 per cento.

I miglioramenti intervenuti nelle disponibilità ufficiali hanno permesso ai paesi europei di estinguere integralmente i finanziamenti ottenuti dalla Riserva federale nel 1969 e nel corso del 1970 a valere sugli accordi reciproci di credito. Gli Stati Uniti hanno invece aumentato i loro utilizzi nei confronti del Belgio, dei Paesi Bassi e della Svizzera per un importo complessivo di 480 milioni di dollari.

Tav. 10

RISERVE UFFICIALI DEI PAESI DEL GRUPPO DEI DIECI E DELLA SVIZZERA
(milioni di dollari)

Voci	Italia	Altri CEE	Regno Unito	Stati Uniti	Altri paesi	Totale
<i>Consistenze al 31 marzo 1971</i>						
ATTIVITÀ	6.226	28.640	3.316	14.342	15.601	68.125
Oro	2.884	10.775	1.124	10.963	4.246	29.992
Valute convertibili	2.634	13.067	1.710	256	8.345	26.012
di cui: dollari	2.260	12.722	1.416	—	8.139	24.537
Assegnazioni SDR	212	1.009	710	1.584	565	4.080
Utilizzi SDR	4	417	— 228	— 141	84	136
FMI e GAB	291	1.987	—	1.680	1.480	5.438
Altre	201	1.385	—	—	881	2.467
PASSIVITÀ	37	1.590	6.517	29.007	79	37.230
TOTALE	6.189	27.050	— 3.201	— 14.665	15.522	30.895
<i>Composizione percentuale</i>						
ATTIVITÀ	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Oro	46,3	37,7	33,8	76,4	27,2	44,0
Valute convertibili	42,3	45,7	51,5	1,8	53,5	38,2
di cui: dollari	36,3	44,4	42,7	—	52,2	36,0
Assegnazioni SDR	3,5	3,5	21,4	11,0	3,6	6,0
Utilizzi SDR	—	1,4	— 6,7	— 0,9	0,5	0,2
FMI e GAB	4,7	6,9	—	11,7	9,5	8,0
Altre	3,2	4,8	—	—	5,7	3,6

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

A fine marzo 1971, le riserve ufficiali lorde dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera ammontavano a 68 miliardi di dollari. La componente aurea, pari a 30 miliardi, rappresentava il 44 per cento del totale; le valute convertibili, costituite per il 94 per cento da disponibilità in dollari, raggiungevano un importo prossimo a quello dell'oro. Gli SDR e le posizioni di riserva sul FMI rappresentavano, rispettivamente, il 6,2 e l' 8,0 per cento del totale (tav. 10).

I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI ED ESTERI

Nell'ultimo decennio i mercati monetario e finanziario internazionali hanno accresciuto la loro dimensione ed esteso il loro campo di attività. Questa evoluzione, particolarmente accentuata nell'ultimo lustro, non sempre si è attuata secondo un piano preordinato dalla comunità dei paesi ma più sovente ha seguito linee spontanee di sviluppo; ciò ha suscitato preoccupazioni, che l'evidenza empirica in parte sembra confermare, sulla possibilità di condurre a livello nazionale politiche economiche autonome, in particolare di tipo monetario.

La liquidità internazionale di base. — Nel tentativo di indagare gli effetti dell'attività dei mercati internazionali sui sistemi finanziari nazionali, si è ravvisata l'opportunità di esaminare l'evoluzione della liquidità internazionale di base, la quale è in una relazione con i mezzi di pagamento internazionali simile a quella che lega la base monetaria interna con la quantità di moneta nazionale.

Nell'attuale assetto istituzionale la liquidità internazionale di base risulta composta dall'oro per usi monetari, dai diritti ordinari e speciali di prelievo riconosciuti dal Fondo Monetario Internazionale, dalle linee di credito inutilizzate presso la Banca della Riserva Federale di New York e presso il Fondo Monetario Internazionale e, in linea di principio, da ogni attività perfettamente liquida tenuta da non residenti (organismi ufficiali, banche commerciali e pubblico) presso il paese di emissione della valuta di denominazione.

Per quanto riguarda le valute di riserva, l'analisi è stata condotta sul dollaro, sulla lira sterlina e, data la rilevanza attuale, sul marco tedesco. L'omissione delle altre valute di riserva dai calcoli della liquidità di base è imputabile principalmente alla insufficiente dotazione statistica in materia.

L'attuale sistema dei rapporti di cambio tra monete implica l'accumulazione di riserve ufficiali la cui domanda, pur rispondendo a svariati impulsi, è sostanzialmente legata alla dimensione del commercio internazionale di beni e servizi e dello scambio di attività finanziarie.

Il continuo processo di dissociazione tra i centri di decisione di risparmio e di investimento, che costituisce una caratteristica strutturale dello sviluppo recente dei paesi industrializzati e che si svolge parallelamente alla progressiva apertura dei mercati e alla crescente dimensione delle imprese multinazionali, ha determinato una forte espansione della domanda di attività finanziarie; una aliquota sempre maggiore di essa è costituita da attività sull'estero stilate in valute di riserva. A tale fenomeno ha fatto riscontro l'andamento discontinuo dei flussi di liqui-

dità internazionale di base (tav. 11). Per questa, come per altre ragioni legate principalmente al desiderio di sottrarsi entro certi limiti alle gestioni monetarie nazionali, l'accumulazione di riserve private di liquidità si è sommata a quella di riserve ufficiali; ciò ha determinato una vera e propria domanda di mezzi di pagamento internazionali e, di conseguenza, la nascita di meccanismi atti a soddisfarla.

Gli accresciuti fabbisogni di liquidità internazionale pubblici e privati hanno determinato due linee di sviluppo nell'attività del corrispondente mercato: da un lato, le autorità ufficiali, le quali con la costituzione del Fondo Monetario Internazionale avevano già affiancato all'oro sistemi automatici e semiautomatici di crediti reciproci, hanno ampliato il ricorso agli strumenti già esistenti (gli accordi *swaps*) e si sono inoltre dotate di nuove fonti di creazione di liquidità internazionale (i diritti speciali di prelievo); dall'altro, il pubblico e gli intermediari finanziari hanno dato impulso all'attività di mercati che consentono una accumulazione diretta di disponibilità liquide, tra i quali quello dell'eurodollaro ha raggiunto dimensione e risonanza ragguardevoli nel finanziamento degli scambi.

Questi mercati hanno trovato facile alimentazione negli squilibri della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e nelle nuove forme di impiego delle riserve ufficiali disposte dalle banche centrali; tuttavia essi operano e si sviluppano in relazione alla fiducia, alla convenienza e alle attese speculative che gli operatori hanno su talune monete. L'attività di questi mercati ha accresciuto la funzione di cuscinetto delle riserve ufficiali nel sistema monetario internazionale, stimolando un diverso indirizzo nell'utilizzazione delle stesse; ciò è particolarmente evidente nel periodo più recente, nel quale sull'evoluzione congiunturale dei saldi ufficiali ha influito, prima in senso riduttivo poi espansivo, più la domanda di moneta internazionale da parte degli operatori privati che una variazione nell'offerta di liquidità internazionale o un accresciuto fabbisogno di riserve ufficiali per il finanziamento degli scambi mondiali.

Qualora si analizzi il comportamento dei flussi di liquidità di base e delle sue componenti nel triennio 1968-70, si possono cogliere non solo l'evoluzione congiunturale delle relative grandezze ma anche le profonde modifiche di struttura intervenute per volontà del mercato e per spirito di cooperazione internazionale.

Nel 1968 le banche centrali hanno perso riserve in valuta a favore delle banche operanti sull'euromercato, in un periodo in cui la crea-

LIQUIDITA' INTERNAZIONALE DI BASE

(milioni di dollari)

V o c i	Variazioni									Consistenze a fine 1970
	1968	1969	1970	per semestre						
				1968		1969		1970		
				I	II	I	II	I	II	
Creazione										
Oro monetario	- 302	78	- 1.754	- 637	335	86	- 8	- 74	- 1.680	36.946
Diritti ordinari e speciali presso FMI	740	238	4.095	867	- 127	- 204	442	3.571	524	10.821
Linee di credito non utilizzate presso Riserva Federale di New York e FMI	4.804	1.337	- 609	2.177	2.627	1.413	- 76	- 180	- 429	10.591
Passività liquide: Stati Uniti	271	6.346	2.752	- 870	1.141	3.782	2.564	1.356	1.396	37.349
Regno Unito . . .	- 667	89	868	- 465	- 202	103	- 14	890	- 22	6.487
Totale . . .	4.846	8.088	5.352	1.072	3.774	5.180	2.908	5.563	- 211	102.194
Per memoria:										
Passività liquide sulla Germania federale.	1.310	298	....	141	1.169	- 263	561	758	....	(2) 5.336
Altra liquidità (degli Stati Uniti e del Regno Unito)	381	1.853	- 1.385	215	166	1.649	204	124	- 1.509	5.926
Utilizzo										
Riserve ufficiali	2.110	1.587	9.809	- 1.226	3.336	- 599	2.186	7.183	2.626	80.769
Oro monetario e altre attività . . .	5.242	1.653	1.732	2.407	2.835	1.295	358	3.317	- 1.585	58.358
Attività liquide: sugli Stati Uniti .	- 2.712	- 275	7.778	- 3.297	585	- 2.208	1.933	3.415	4.363	19.853
sul Regno Unito .	- 420	209	299	- 336	- 84	314	- 105	451	- 152	2.558
Per memoria:										
Attività liquide sulla Germania federale	103	- 38	....	40	63	8	- 46	- 95	....	....
Altra liquidità	- 389	- 242	- 165	- 251	- 138	- 38	- 204	- 112	- 53	773
Pubblico	- 6	- 636	580	- 124	118	- 456	- 180	445	135	7.729
Attività liquide: sugli Stati Uniti .	241	- 516	11	5	236	- 245	- 271	6	5	3.800
sul Regno Unito (1)	- 247	- 120	569	- 129	- 118	- 211	91	439	130	3.929
Banche commerciali	2.742	7.137	- 5.037	2.422	320	6.235	902	- 2.065	- 2.972	13.696
Attività liquide sugli Stati Uniti . .	2.742	7.137	- 5.037	2.422	320	6.235	902	- 2.065	- 2.972	13.696
Per memoria:										
Attività liquide sulla Germania federale del pubblico e delle banche	1.207	336	1.546	101	1.106	- 271	607	853	693	5.231
Altra liquidità in mano al pubblico e alle banche	770	2.095	- 1.220	466	304	1.687	408	236	- 1.456	5.153

Fonte: Bollettini di banche centrali, del Fondo Monetario Internazionale e di altre istituzioni governative.

(1) Comprende anche le attività in lire sterline di banche commerciali. — (2) Risulta dalla somma tra le attività liquide sulla Germania federale del pubblico e delle banche esistenti a fine 1970 e quelle delle autorità monetarie alla fine di maggio del 1970, così come sono riportate nel Bollettino della Bundesbank.

zione di liquidità di base affidata al mercato, in particolare dal lato della bilancia valutaria statunitense, è stata modesta; pertanto, le autorità ufficiali sono ricorse ad accordi *swaps* con la Banca della Riserva Federale di New York. Nel 1969 lo sviluppo dell'eurodollaro ha assunto proporzioni di rilievo: la creazione di liquidità di base e l'assorbimento di essa da parte di operatori non bancari privati e organismi ufficiali sono stati fortemente condizionati dal comportamento delle eurobanche (termine qui di seguito usato, per brevità, come sinonimo di banche operanti sull'euromercato) il quale a sua volta è stato largamente determinato dalla domanda di dollari proveniente dalle banche statunitensi. Nello stesso anno si è registrata una ripresa dei saldi attivi in sterline; ciò si deve porre in relazione, almeno per quanto riguarda quelli dei privati, soprattutto con gli alti tassi praticati nel Regno Unito, ma anche con il rafforzamento della bilancia valutaria di questo paese, in particolare nei confronti dell'area della sterlina.

Nell'anno più recente la creazione di liquidità di base da parte degli Stati Uniti è stata più moderata; il pubblico ha accresciuto i saldi in sterline e in marchi, tenuti rispettivamente presso banche inglesi e tedesche, determinando anche per questa via un aumento dei dollari nelle riserve ufficiali. Questo evento ha coinciso con la prima distribuzione di diritti speciali di prelievo. Dai dati si evince che, ove non si limiti l'analisi alle sole riserve ufficiali e pur conteggiando l'intera distribuzione degli SDR e non il solo uso, la creazione totale di liquidità di base nel 1970 è stata più modesta di quella registrata nel 1969; il gonfiamento delle riserve ufficiali si può quindi considerare soprattutto il riflesso della variabilità con la quale si manifestano i flussi di liquidità internazionale e, nel caso specifico, i rimborsi di eurodollari disposti dalle banche statunitensi.

A fine 1970 il volume di liquidità di base, comprese le linee di credito non utilizzate, era così composto: 36 per cento di oro, 21 per cento di diritti di prelievo automatico (compresi gli SDR) spettanti a organismi ufficiali, 43 per cento di disponibilità in valuta (37 per cento denominate in dollari). Questa liquidità era per circa quattro quinti in possesso di autorità di governo, per un dodicesimo del pubblico e per un ottavo tenuta dalle eurobanche.

Gli organismi ufficiali possiedono pertanto, in aggiunta all'oro monetario e agli strumenti finanziari di loro stretta pertinenza (diritti di prelievo ordinari e speciali), circa il 50 per cento delle disponibilità in valuta. Essi dispongono perciò non solo della facoltà di usare

gli strumenti di intervento propri di ciascun paese, ma anche della possibilità di influenzare l'offerta di liquidità derivante dal comportamento dei fattori autonomi di creazione della liquidità internazionale. Sembrano esistere quindi i requisiti affinché, al margine, l'offerta di liquidità internazionale di base sia suscettibile di essere regolata, anche se non nel breve periodo, in funzione di determinati obiettivi di sviluppo dell'offerta di mezzi di pagamento internazionali e del commercio mondiale. Ciò diverrà ancora più agevole quando si amplierà e si renderà più flessibile l'uso di strumenti di base la cui creazione sia scarsamente sensibile alle variazioni nei tassi dell'interesse, quali ad esempio i diritti speciali di prelievo.

Il mercato dell'eurodollaro. — L'accumulazione di liquidità internazionale, presso banche operanti al di fuori dei paesi a moneta di intervento o di riserva, ma denominata in queste valute, si è andata accrescendo particolarmente nell'ultimo triennio, per iniziativa di privati e, in minor misura, di autorità monetarie. Le maggiori apprensioni sulla perseguibilità di politiche monetarie autonome a livello nazionale sono appunto connesse con l'attività di questi mercati, il cui volume è per quattro quinti rappresentato dagli eurodollari.

In effetto, le banche operanti sull'eurodollaro, in analogia a quanto accade in qualsiasi sistema bancario, sono riuscite a creare un volume di moneta che ha oscillato nel triennio esaminato tra le due e le quattro volte il valore della liquidità internazionale di base da esse tenuta (tav. 12 e fig. 5).

Questi valori possono fungere solo da indicatori di massima della dimensione effettiva del moltiplicatore degli eurodepositi e ancor più degli eurocrediti. In effetto, questi calcoli richiedono più complessi metodi di analisi econometrica. Ad esempio, per la stima del moltiplicatore degli eurocrediti, occorre mettere in relazione funzionale la consistenza degli eurocrediti con il volume totale della riserva di liquidità tenuta dalle eurobanche, con le variazioni della quota di essa rispetto al totale degli eurodepositi e almeno con i tassi di rendimento degli eurocrediti e di remunerazione della riserva di liquidità. A parità di volume della riserva di liquidità, un aumento del tasso di remunerazione degli eurocrediti e una riduzione della citata quota di riserva o del suo rendimento esaltano la dimensione del moltiplicatore e viceversa.

Le relazioni esistenti tra l'indebitamento delle banche statunitensi sul mercato dell'eurodollaro, i tassi dell'interesse negli Stati Uniti e i rendimenti sull'euromercato sono tali che la direzione di influenza delle citate variabili sul moltiplicatore degli eurocrediti non si presenta in modo univoco; nell'ultimo triennio l'osservazione indica che l'effetto delle variazioni intercorse nella quota di riserva di liquidità delle eurobanche e nel suo tasso di remunerazione ha prevalso, nella fissazione del moltiplicatore, su quello causato dai mutamenti nel rendimento degli eurocrediti.

MERCATO DELLE EURODIVISE

Voci	Dati di fine periodo			Variazioni per semestre					
	1968	1969	1970	1968		1969		1970	
				I	II	I	II	I	II
(miliardi di dollari)									
Eurodivise al lordo dei conti interbancari:	37,5	57,8	77,2	6,5	5,6	13,6	6,7	6,8	12,6
eurodollari	30,5	47,6	60,3	5,7	4,9	11,8	5,3	4,4	8,3
altre eurodivise	7,0	10,2	16,9	0,8	0,7	1,8	1,4	2,4	4,3
Eurodollari al netto dei conti interbancari (1)	25,0	37,5	*48,0	5,0	2,5	8,5	4,0	4,0	*6,5
quota assorbita da:									
Stati Uniti	9,5	16,5	*12,8	3,6	0,7	7,2	-0,2	-0,1	*-3,6
altri paesi	15,5	21,0	*35,2	1,4	1,8	1,3	4,2	4,1	*10,1
(rapporti unitari)									
Eurodollari netti	2,6	2,3	3,7	1,4	3,6	1,2	—	—	—
Quota assorbita dagli U.S.A.									
Quota assorbita da { altri paesi . . .	1,6	1,3	2,7	0,4	2,6	0,2	—	—	—
Stati Uniti									
(rendimenti percentuali)									
Eurodollari a 3 mesi	6,9	11,0	7,3	0,5	0,1	1,0	0,1	-1,5	-2,2
Cambiali USA a 4-6 mesi	6,2	8,8	5,7	0,6	—	2,0	0,6	-0,6	-2,5
Fondi interbancari USA a vista	6,0	9,0	4,9	1,6	-0,1	2,9	0,1	-1,4	-2,7

Fonti: Banca dei regolamenti internazionali. *Federal Reserve Bulletin - Board of Governors, Federal Reserve System.*

(1) Sono esclusi gli scambi di fondi interbancari che si attuano all'interno del gruppo dei paesi censiti, ma vengono incluse le stime dei debiti bancari verso residenti non banche e delle conversioni in o da altre valute.

(*) Dati provvisori.

Poiché però la scelta dei limiti all'espansione, a differenza dei mercati nazionali, è lasciata alla decisione delle banche stesse, una moltiplicazione così moderata, a meno che non sia attribuibile a una sopravvalutazione della loro posizione di riserva, può non essere una caratteristica strutturale dell'euromercato ma il risultato di fattori congiunturali i quali, una volta attenuatisi, potrebbero permettere l'esplinarsi di forze suscettibili di imprimere all'euromercato più importanti sviluppi.

Nel periodo 1968-70 il mercato netto dell'eurodollaro, nell'accezione usata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, si è accresciuto

MERCATO DELL'EURODOLLARO

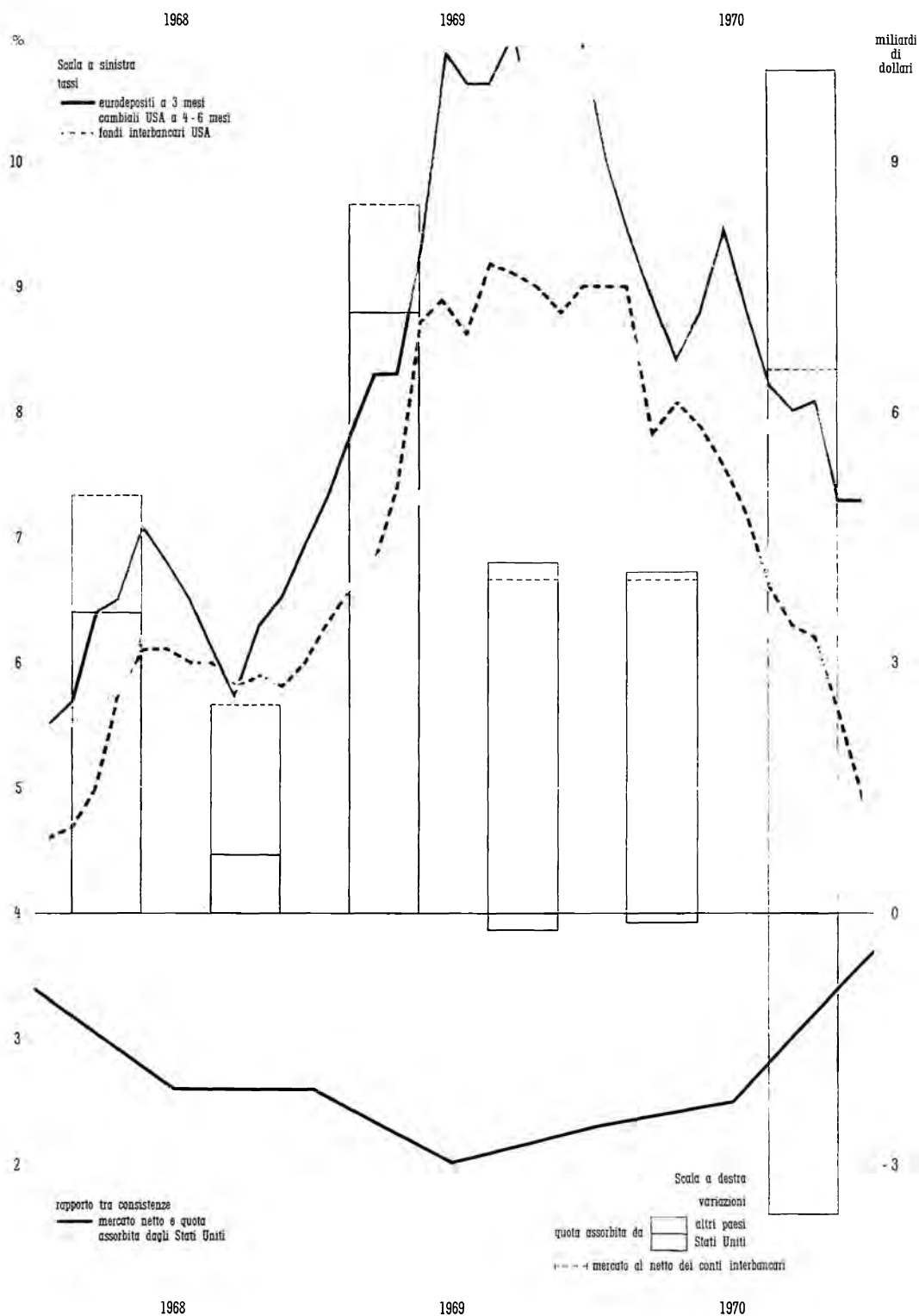
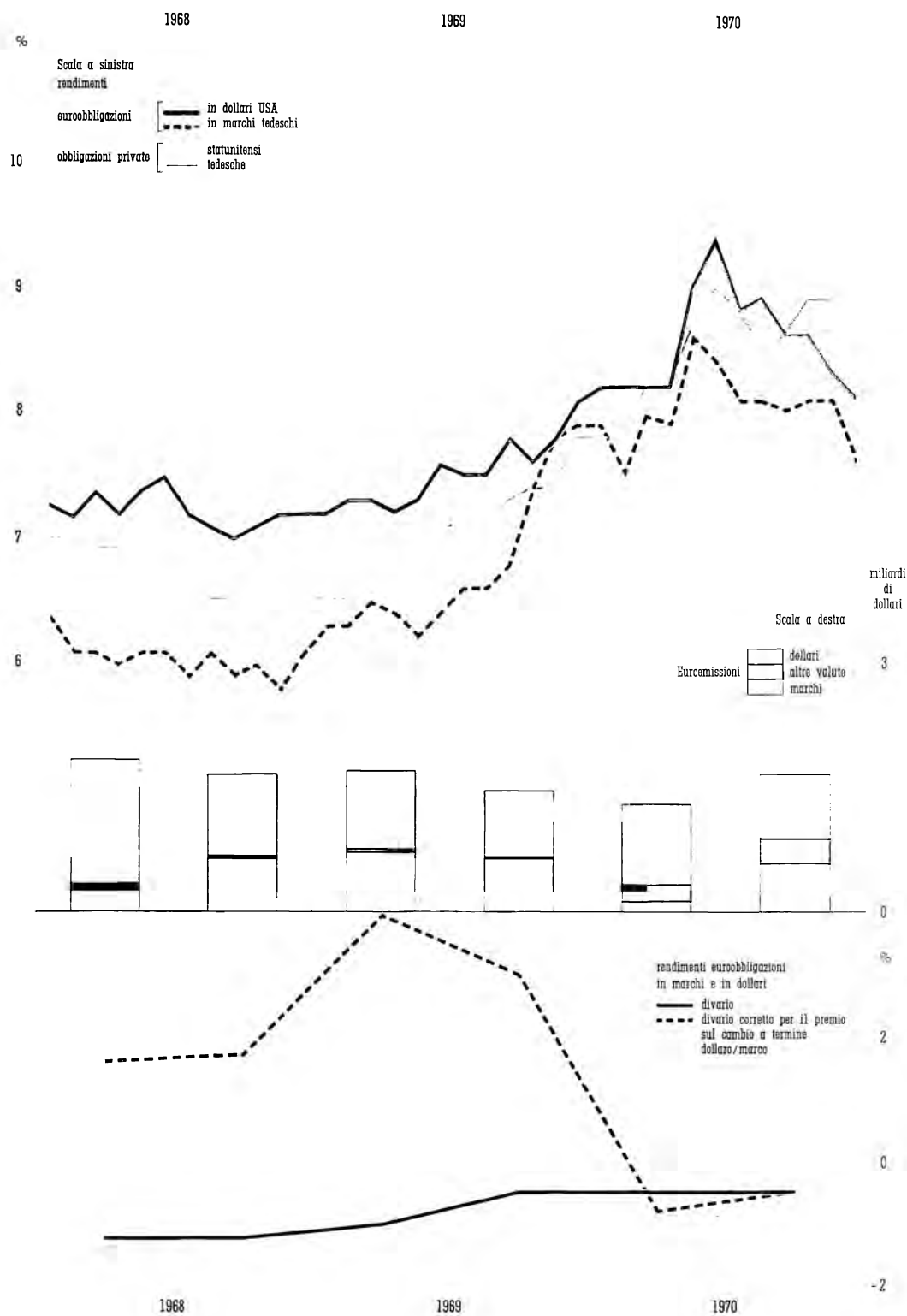


FIG. 6

MERCATO DELLE EUROOBBLIGAZIONI



mediamente a un ritmo di 5 miliardi per semestre, con un minimo di 2,5 miliardi nella seconda metà del 1968, subito compensato da un massimo di 8,5 nel semestre successivo.

Nella prima metà del triennio in esame (gennaio 1968-giugno 1969) le banche statunitensi, per effetto delle restrizioni monetarie all'interno, hanno fatto largo uso delle risorse di questo mercato agendo sulla remunerazione della liquidità di base delle eurobanche e, presumibilmente, sui vincoli di dipendenza delle proprie filiali operanti sull'eurodollaro. Entrambi questi fattori hanno depresso l'attività di moltiplicazione e sospinto verso l'alto il tasso degli eurodepositi. Nel periodo in esame l'unica pausa osservata nell'indebitamento delle banche statunitensi è quella di fine 1968, in simultaneità con l'allentamento dei freni monetari seguito alle note misure fiscali prese dal governo.

Nel corso di questi 18 mesi alcune regolamentazioni unilaterali hanno egualmente inciso sull'attività e i modi di moltiplicazione dei mezzi di pagamento internazionali. Negli *Stati Uniti* (luglio 1969), gli emendamenti alle *regulations D* e *M*, nell'imporre coefficienti di riserva obbligatoria all'indebitamento sull'eurodollaro delle banche statunitensi, hanno ridotto la convenienza ad operare con l'estero e hanno quindi attenuato il vincolo da esse imposto nell'uso alternativo degli eurodollari da parte delle eurobanche. Nella *Germania federale*, a più riprese nell'arco dell'intero periodo in esame, sono state prese misure le quali, seppure miravano ad impedire il formarsi di un mercato dell'euromarco di origine puramente speculativa, hanno avuto conseguenze restrittive più generali sull'uso di dollari e di altre valute estere come base del credito concedibile dalle banche tedesche e sulla capacità delle medesime di procurarsene quantità maggiori. In particolare sono stati imposti: (a) coefficienti di riserva obbligatoria in misura pari all'intero ammontare dell'incremento della raccolta all'estero delle banche tedesche; (b) limiti alla remunerazione di depositi di non residenti; sono state sospese le operazioni *swaps* dollari/marchi a favore delle banche. Gli altri paesi europei hanno invece preso misure aventi una più diretta influenza sui modi di agire dell'eurodollaro. Il *Belgio*, la *Danimarca*, la *Francia* e l'*Italia* hanno in diversa misura provveduto a regolare il saldo della posizione verso l'estero delle banche, senza però fissare il livello di intermediazione al quale esso si doveva raggiungere; pertanto sono stati condizionati i modi e non l'estensione dell'attività di moltiplicazione dell'euromercato. Il *Belgio* però ha anche stabilito dei limiti massimi all'espansione e la *Francia* ha imposto alle proprie banche una riserva obbligatoria pari all'intero saldo netto sull'estero, poi ridotta al 50 per cento. La *Svezia* ha escluso il conteggio, nella posizione di liquidità delle banche, dei crediti verso banche estere eccedenti l'1,5 per cento delle passività.

Nella seconda metà del periodo in esame (luglio 1969-dicembre 1970) i mutati indirizzi della politica monetaria statunitense, da un lato, hanno attenuato lo stimolo per le banche a tenere liquidità internazionale di base investita negli Stati Uniti, in quanto la remunerazione di essa si è gradualmente dimezzata nel giro di 18 mesi (tav. a 5) e, dall'altro, hanno eliminato le pressioni delle case madri

statunitensi sui modi di investimento degli eurodepositi raccolti dalle proprie filiali estere. Ne è conseguita una ripresa dell'attività di moltiplicazione, la cui dimensione si è finora mantenuta spontaneamente su livelli pur sempre moderati.

Una volta esaurito il processo di riutilizzazione della quota di eurodepositi tenuta negli Stati Uniti che eccede i fabbisogni di liquidità delle eurobanche, sarà possibile valutare i limiti prudenziali, scelti dalle banche stesse, dell'esposizione verso la clientela eurobancaria, cioè le necessità di cassa in senso lato. Ciò consentirà di porre in evidenza le principali caratteristiche strutturali dell'attività delle eurobanche, in particolare l'espansione del credito da esse promuovibile a fronte di nuove acquisizioni di base del credito.

Anche nel corso di questo periodo alcune regolamentazioni amministrative hanno influito sul funzionamento di questo mercato. Di esse è stato riferito nel precedente capitolo.

Nel complesso i provvedimenti presi unilateralmente dai diversi paesi nei differenti momenti congiunturali, in quanto destinati a incidere soprattutto sull'equilibrio dei flussi in entrata e in uscita piuttosto che sul loro volume, si sono dimostrati scarsamente efficaci, mentre l'euromercato ha assunto proporzioni e forme tali che soltanto un'azione diretta sulle cause potrebbe ottenere lo scopo di controllarne l'attività. Perciò si va facendo strada l'opinione che, in determinate circostanze, sia opportuno coordinare un intervento internazionale, il quale utilizzi strumenti analoghi a quelli sperimentati normalmente a livello nazionale; tra questi, operazioni di mercato aperto a livello internazionale del tipo di quelle effettuate nei primi mesi del 1971 dalla Eximbank e dal Tesoro statunitense, qualora fossero effettivamente concertate dalla comunità dei paesi, potrebbero contribuire efficacemente alla soluzione del problema.

Dal lato della domanda, il mercato delle eurovalute ha trovato ulteriore terreno favorevole al proprio sviluppo. L'attenzione rivolta all'attività dei mercati internazionali non riguarda solo gli investitori ma anche i richiedenti fondi, i quali hanno ampliato la loro sfera di attività territoriale e quindi il numero degli elementi considerati nei calcoli di convenienza all'atto dell'indebitamento.

Si osserva in pratica che la domanda sull'eurodollaro reagisce a variazioni degli eurotassi con una intensità molto minore di quella che dimostra nei confronti di mutamenti nei tassi interni, i quali si situano

in generale a livelli inferiori rispetto ai primi. Questo comportamento si può ascrivere a diversi fattori. Innanzitutto esso è il risultato della natura stessa dell'eurodollaro quale mercato al servizio di più economie. Inoltre l'innalzamento dei tassi interni si accompagna di norma a fenomeni di razionamento amministrativo o di fatto del credito, che accrescono la funzione, svolta dall'euromercato, di cuscinetto degli squilibri nazionali, o di fornitore di ultima istanza di fondi. Infine l'influenza delle autorità ufficiali nazionali sugli utilizzatori dei prestiti trasmette alla loro domanda un elemento di inelasticità, derivante dall'inserimento nei calcoli di convenienza di fattori che eccedono l'interesse dei singoli operatori.

I flussi monetari internazionali e le componenti dell'offerta di moneta nei principali mercati. — I flussi monetari internazionali finora esaminati, i quali delimitano convenzionalmente i mercati della liquidità di base e delle eurovalute, costituiscono solo un settore, anche se di rilievo, degli interscambi monetari tra paesi. Vi sono infatti flussi di fondi che si compiono sia facendo direttamente uso delle monete nazionali, sia ricorrendo alle monete di riserva internazionale come semplici valute di denominazione della negoziazione. L'insieme di queste operazioni, a prescindere dalla connotazione internazionale, è stato oggetto di analisi nel capitolo che precede. Ad esso occorre richiamarsi per completare il quadro dei condizionamenti provenienti dall'estero sulle politiche economiche nazionali, in particolare sulle gestioni monetarie.

Nell'intricato tessuto degli effetti che discendono dagli scambi monetari risulta difficile isolare quelli legati all'attività dei mercati internazionali. Poiché però è noto che gli eurodollari usati fuori dagli Stati Uniti sono passati da un flusso di 1,5 miliardi per semestre nel periodo dicembre 1967-giugno 1969 a 4,1 miliardi per ciascuno dei due semestri seguenti e a 10,1 miliardi nella seconda parte del 1970, si può indagare sul comportamento della componente estera dei bilanci delle banche centrali e dei sistemi bancari dei singoli paesi, in particolare di quelli compresi nell'area di attività dell'euromercato censita dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, con l'intento di ricavare informazioni intorno alla dimensione e agli orientamenti impressi sui mercati interni dall'attività dei corrispondenti mercati internazionali.

La tavola 13 riporta le voci di situazione dei conti delle banche centrali della CEE e degli altri importanti paesi europei ed extraeuropei

COMPONENTI INTERNE ED ESTERE DEI

(milioni)

Voci	Consistenze a fine			Variazioni per semestre					
	1968	1969	1970	1968		1969		1970	
				I	II	I	II	I	II
BELGIO									
Crediti	3.516	3.624	3.860	94	- 118	110	- 2	166	70
<i>verso: l'estero</i>	2.478	2.584	2.878	- 52	- 222	82	24	158	136
<i>l'interno</i>	1.038	1.040	982	146	104	28	- 26	8	- 66
Base monetaria	3.698	3.688	3.788	112	- 18	94	- 104	66	34
Altri debiti verso l'interno	- 182	- 64	72	- 18	- 100	16	102	100	36
FRANCIA									
Crediti	16.228	14.626	15.376	709	241	10	192	- 29	778
<i>verso: l'estero</i>	3.747	1.663	4.132	- 1.831	- 1.383	- 2.295	372	1.588	880
<i>l'interno</i>	12.481	12.963	11.244	2.540	1.624	2.305	- 180	- 1.617	- 102
Base monetaria	16.888	14.882	15.545	646	451	- 259	101	- 95	758
Altri debiti verso l'interno	- 660	- 256	- 169	63	- 210	269	91	66	20
GERMANIA FEDERALE									
Crediti	15.550	16.429	23.111	375	1.750	650	- 1.197	1.985	4.704
<i>verso: l'estero</i>	10.625	7.616	14.057	725	1.050	150	- 4.107	1.713	4.731
<i>l'interno</i>	4.925	8.813	9.054	- 350	700	500	2.910	272	- 27
Base monetaria	13.475	15.178	18.435	- 350	1.475	125	381	734	2.529
Altri debiti verso l'interno	2.075	1.251	4.676	725	275	525	- 1.578	1.251	2.175
ITALIA									
Crediti	14.102	16.164	18.269	- 279	1.291	- 104	2.166	773	1.331
<i>verso: l'estero</i>	5.537	5.025	5.515	- 82	- 53	- 366	- 146	- 550	1.040
<i>l'interno</i>	8.565	11.139	12.754	- 197	1.344	262	2.312	1.323	291
Base monetaria	13.371	15.195	17.346	- 314	1.331	- 275	2.099	461	1.690
Altri debiti verso l'interno	731	969	923	35	- 40	171	67	312	- 359
PAESI BASSI									
Crediti	2.704	2.759	3.367	- 85	19	6	50	234	373
<i>verso: l'estero</i>	2.461	2.522	3.229	- 80	- 83	- 102	163	154	552
<i>l'interno</i>	243	237	138	- 5	102	108	- 113	80	- 179
Base monetaria	2.571	2.751	2.903	119	- 69	182	- 3	124	28
Altri debiti verso l'interno	133	8	464	- 204	88	- 176	53	110	345

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *International Financial Statistics*.

BILANCI DI ALCUNE BANCHE CENTRALI

Tav. 13

di dollari)

Voci	Consistenze a fine			Variazioni per semestre					
	1968	1969	1970	1968		1969		1970	
				I	II	I	II	I	II
REGNO UNITO									
Crediti	10.308	10.473	12.103	156	317	- 408	574	396	1.233
<i>verso: l'estero</i>	- 9.281	- 7.829	- 4.176	- 2.386	- 744	660	792	2.892	760
<i>l'interno</i>	19.589	18.302	16.279	2.542	1.061	- 1.068	- 218	- 2.496	473
Base monetaria	10.030	10.229	11.422	86	302	- 252	451	53	1.140
Altri debiti verso l'interno	278	244	681	70	15	- 156	123	343	93
SVEZIA									
Crediti	2.973	2.816	3.013	- 195	568	- 448	292	8	189
<i>verso: l'estero</i>	814	696	761	114	- 141	- 222	104	- 50	116
<i>l'interno</i>	2.159	2.120	2.252	- 309	709	- 226	188	58	73
Base monetaria	2.196	2.348	2.422	- 71	211	- 123	276	- 129	203
Altri debiti verso l'interno	777	468	591	- 124	357	- 325	16	137	- 14
SVIZZERA									
Crediti	4.550	4.781	5.500	- 9	649	- 658	889	- 132	850
<i>verso: l'estero</i>	4.280	4.412	5.114	- 7	596	- 667	799	- 127	829
<i>l'interno</i>	270	369	386	- 2	53	9	90	- 5	21
Base monetaria	4.345	4.661	5.151	- 41	711	- 379	695	- 261	751
Altri debiti verso l'interno	205	120	349	32	- 62	- 279	194	129	99
CANADA									
Crediti	4.045	4.296	4.632	- 74	270	84	167	46	288
<i>verso: l'estero</i>	3.041	3.106	4.483	- 18	326	- 65	130	1.088	288
<i>l'interno</i>	1.004	1.190	149	- 56	- 56	149	37	- 1.042	—
Base monetaria	4.408	4.640	4.892	- 111	456	19	214	9	242
Altri debiti verso l'interno	- 363	- 344	- 260	37	- 186	65	- 47	37	46
GIAPPONE									
Crediti	13.443	15.925	18.417	- 160	2.619	- 356	2.837	- 1.085	3.578
<i>verso: l'estero</i>	2.824	3.551	4.274	- 30	880	216	510	111	613
<i>l'interno</i>	10.619	12.374	14.143	- 130	1.739	- 572	2.327	- 1.196	2.965
Base monetaria	11.991	14.345	16.719	- 362	2.265	- 664	3.018	- 707	3.081
Altri debiti verso l'interno	1.452	1.580	1.698	202	354	308	- 181	- 378	497

fornitori di statistiche sull'eurodollaro, raggruppate all'attivo secondo l'origine territoriale dei flussi e al passivo secondo la moneta di base (in gran parte circolante) e gli altri conti delle banche centrali. Come di consueto in queste analisi internazionali, l'incidenza dei fattori istituzionali e delle diversità di metodo nella raccolta dei dati suggerisce una certa cautela nell'istituire confronti in termini di valori assoluti. E' invece possibile dedurre, dai rapporti di grandezza nell'ambito di ciascun bilancio e dal comportamento dei segni delle variazioni periodiche, in quale direzione ha agito la componente estera nella creazione di base monetaria interna.

L'osservazione dei dati concernenti il triennio 1968-70 permette di appurare che, nel complesso dei paesi considerati, ad eccezione della sola Italia, la creazione di moneta di base è stata affidata, nella prima metà del periodo, in prevalenza a fattori interni e, nei seguenti 18 mesi, alla componente estera. Si tenga presente che nel primo di questi periodi l'attività del mercato dell'eurodollaro è stata modesta, mentre nel secondo essa ha presentato un rilevante tasso di crescita soprattutto per effetto della liberazione di eurodollari disposta dalle banche statunitensi.

Per il Belgio, il Regno Unito e il Giappone la fase in cui l'iniziativa nella creazione della base monetaria nazionale è passata all'estero si è presentata in anticipo; per la Svezia e la Svizzera ha subito una interruzione nella prima parte del 1970; per la Germania federale, ad eccezione del periodo interessato dalla rivalutazione del marco, la componente estera ha rappresentato nel triennio il principale canale di creazione della liquidità di base. Per tutti i paesi indistintamente l'aumento delle riserve ufficiali in valuta ha assunto, sia pure in tempi diversi, proporzioni ragguardevoli.

L'aver individuato con sufficiente approssimazione che la componente estera ha condizionato l'attività di creazione della base monetaria delle banche centrali non implica che i movimenti monetari internazionali abbiano fatto perdere alle autorità monetarie il controllo dell'offerta di questo strumento. L'osservazione dei dati consente di accertare che in generale la variazione dei crediti concessi all'interno è stata adattata al comportamento dei flussi esteri, tenuto conto dei fabbisogni di base monetaria nei diversi momenti ciclici attraversati dalle economie. Ciò è particolarmente evidente nei paesi e nei periodi in cui al segno positivo della variazione dei crediti verso l'estero corrisponde un segno negativo di quelli verso l'interno, e viceversa.

Resta pertanto confermato che le banche centrali hanno fatto ampio ricorso agli strumenti a loro disposizione per impedire una eccessiva immissione nei mercati interni di moneta di base. Sembra dunque fondata l'affermazione che le autorità di governo, pur avendo conservato il controllo sull'attività di creazione dei mezzi di pagamento, hanno tuttavia perduto in parte notevole l'iniziativa su di essa, a vantaggio degli operatori privati; lo sviluppo impresso per questa via ai sistemi economici potrebbe perciò assumere indirizzi non conformi agli obiettivi dei diversi paesi. Trova quindi fondamento empirico l'atteggiamento severo assunto dalle autorità monetarie europee nei confronti della dimensione raggiunta dagli scambi monetari tra paesi e della loro influenza condizionante sull'attività delle banche centrali. Tuttavia, anche riconoscendo la fondatezza dei timori suscitati dall'attività di questi mercati, non sembra corretto stabilire un implicito nesso tra la dimensione da essi raggiunta e le manifestazioni inflazionistiche osservate in questi ultimi anni, in assenza di ulteriori informazioni circa lo stato della domanda globale e del grado di utilizzazione delle risorse dei singoli paesi che fanno uso di eurodivise.

Oltre agli effetti, derivanti dagli scambi monetari tra paesi, che si possono cogliere attraverso l'analisi dei bilanci delle banche centrali, devono essere esplicitamente considerati anche quelli prodotti dall'attività dei sistemi bancari, divenuti ancor più importanti per effetto dello sviluppo dell'euromercato. Infatti la dimensione di quest'ultimo, definito nella sua accezione più ampia come luogo d'incontro delle contrattazioni di eurodivise, è in sostanza misurata dai conti intrattenuti dalle banche con depositanti e mutuatari non residenti.

Dalla tavola 14 si deduce che, nel triennio 1968-70, per l'insieme dei paesi considerati, la componente estera dell'offerta e della domanda di moneta bancaria è andata accrescendosi rispetto a quella interna. Ciò si è però riflesso in diversa misura e con differente segno sull'attività di creazione della base monetaria interna.

Tra i paesi CEE, la Francia, la Germania e l'Italia hanno sviluppato la raccolta più dell'impiego sull'estero; per il Belgio è accaduto l'opposto; nei Paesi Bassi l'espansione dell'attivo e del passivo bancario verso l'estero è stata sostanzialmente equilibrata. Tra gli altri paesi considerati, la Svezia e il Canada hanno sviluppato meno i crediti dei debiti, mentre il Giappone ha aumentato gli impieghi, malgrado una riduzione della raccolta. Pertanto i paesi i quali più degli altri

**COMPONENTI INTERNE ED ESTERE DEI
DEI PAESI CEE E DI**
(composizioni)

Voci	Consistenze annue			Variazioni per semestre					
	1968	1969	1970	1968		1969		1970	
				I	II	I	II	I	II
BELGIO									
Base monetaria	2,3	2,9	2,0	- 16,1	23,0	- 5,1	36,0	- 11,3	8,3
Crediti	97,7	97,1	98,0	116,1	77,0	105,1	64,0	111,3	91,7
verso: l'estero	26,6	32,0	37,6	58,9	41,8	68,8	8,8	58,4	64,1
l'interno	73,4	68,0	62,4	41,1	58,2	31,2	91,2	41,6	35,9
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
verso: l'estero	34,0	37,5	42,9	65,2	26,4	67,5	14,4	68,3	68,0
l'interno	66,0	62,5	57,1	34,8	73,6	32,5	85,6	31,7	32,0
FRANCIA									
Base monetaria	3,8	3,5	2,3	4,9	7,7	- 7,7	7,3	- 2,1	- 1,4
Crediti	96,2	96,5	97,7	95,1	92,3	107,7	92,7	102,1	101,4
verso: l'estero	12,6	16,7	15,8	32,6	15,9	13,6	61,8	3,3	19,2
l'interno	87,4	83,3	84,2	67,4	84,1	86,4	38,2	96,7	80,8
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
verso: l'estero	11,6	16,8	16,2	- 3,6	24,4	37,7	56,7	- 1,7	24,7
l'interno	88,4	83,2	83,8	103,6	75,6	62,3	43,3	101,7	75,3
GERMANIA FEDERALE									
Base monetaria	4,7	4,1	5,2	- 13,2	8,7	- 8,3	5,6	6,3	20,5
Crediti	95,3	95,9	94,8	113,2	91,3	108,3	94,4	93,7	79,5
verso: l'estero	7,6	9,7	9,3	17,2	14,9	36,1	12,1	4,6	6,9
l'interno	92,4	90,3	90,7	82,8	85,1	63,9	87,9	95,4	93,1
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
verso: l'estero	3,6	4,3	5,6	3,2	8,7	3,5	14,2	5,5	23,4
l'interno	96,4	95,7	94,4	96,8	91,3	96,5	85,8	94,5	76,6
ITALIA									
Base monetaria	7,6	7,4	7,7	6,3	7,2	6,0	6,4	26,0	5,5
Crediti	92,4	92,6	92,3	93,7	92,8	94,0	93,6	74,0	94,5
verso: l'estero	9,2	11,2	13,6	10,9	24,4	19,6	25,4	- 15,5	39,9
l'interno	90,8	88,8	86,4	89,1	75,6	80,4	74,6	115,5	60,1
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
verso: l'estero	8,2	11,1	13,2	20,2	8,4	36,6	25,2	- 14,6	39,0
l'interno	91,8	88,9	86,8	79,8	91,6	63,4	74,8	114,6	61,0
PAESI BASSI									
Base monetaria	0,8	0,6	0,9	0,9	—	0,7	- 1,0	2,8	1,2
Crediti	99,2	99,4	99,1	99,1	100,0	99,3	101,0	97,2	98,8
verso: l'estero	27,4	35,1	41,0	36,8	35,5	66,7	63,7	61,9	75,4
l'interno	72,6	64,9	59,0	63,2	64,5	33,3	36,3	38,1	24,6
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
verso: l'estero	27,6	34,2	41,1	20,9	34,5	52,6	72,9	55,9	96,3
l'interno	72,4	65,8	58,9	79,1	65,5	47,4	27,1	44,1	3,7

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, *International Financial Statistics*.

(1) Per la Svizzera il calcolo della composizione percentuale è stato effettuato rapportando la base monetaria ai crediti verso l'interno.

**BILANCI CONSOLIDATI DEI SISTEMI BANCARI
ALTRI IMPORTANTI PAESI**

Tav. 14

(percentuali)

Voci	Consistenze annue			Variazioni per semestre					
	1968	1969	1970	1968		1969		1970	
				I	II	I	II	I	II
REGNO UNITO									
Base monetaria	5,3	4,5	4,3	2,8	0,4	0,6	0,8	- 2,7	9,4
Crediti	94,7	95,5	95,7	97,2	99,6	99,4	99,2	102,7	90,6
<i>verso: l'estero</i>	33,1	44,2	46,5	95,8	55,7	113,2	65,0	59,3	67,6
<i>l'interno</i>	66,9	55,8	53,5	4,2	44,3	- 13,2	35,0	40,7	32,4
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>verso: l'estero</i>	35,2	45,2	49,8	87,4	52,7	109,1	66,2	80,4	88,7
<i>l'interno</i>	64,8	54,8	50,2	12,6	47,3	- 9,1	33,8	19,6	11,3
SVEZIA									
Base monetaria	1,2	1,7	1,7	- 7,5	6,8	- 1,0	- 43,2	—	- 33,3
Crediti	98,8	98,3	98,3	107,5	93,2	101,0	143,2	100,0	133,3
<i>verso: l'estero</i>	8,6	8,0	8,8	- 12,4	14,9	14,2	55,2	72,7	900,0
<i>l'interno</i>	91,4	92,0	91,2	112,4	85,1	85,8	44,8	27,3	-800,0
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>verso: l'estero</i>	4,2	5,8	5,8	5,0	1,6	19,7	- 25,9	43,7	1.083,3
<i>l'interno</i>	95,8	94,2	94,2	95,0	98,4	80,3	125,9	56,3	-983,3
SVIZZERA									
Base monetaria (1)	8,1	8,1	7,9	5,5	23,8	- 8,4	21,6	- 16,6	17,3
Crediti . . . . .	....	....	....	....	....	....	....	....	....
<i>verso: l'estero</i> . . . . .	....	....	....	....	....	....	....	....	....
<i>l'interno</i> . . . . .	....	....	....	....	....	....	....	....	....
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>verso: l'estero</i> . . . . .	....	....	....	....	....	....	....	....	....
<i>l'interno</i> . . . . .	....	....	....	....	....	....	....	....	....
CANADA									
Base monetaria	5,0	4,2	3,9	- 14,6	13,5	- 3,2	4,1	- 3,1	2,6
Crediti	95,0	95,8	96,1	114,6	86,5	103,2	95,9	103,1	97,4
<i>verso: l'estero</i>	24,0	30,7	32,0	29,1	31,1	62,8	84,0	51,5	39,5
<i>l'interno</i>	76,0	69,3	68,0	70,9	68,9	37,2	16,0	48,5	60,5
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>verso: l'estero</i>	21,9	29,8	30,9	26,3	22,0	77,5	80,5	49,2	36,5
<i>l'interno</i>	78,1	70,2	69,1	73,7	78,0	22,5	19,5	50,8	63,5
GIAPPONE									
Base monetaria	1,9	1,9	1,8	0,9	5,4	- 3,9	5,0	- 2,5	3,2
Crediti	98,1	98,1	98,2	99,1	94,6	103,9	95,0	102,5	96,8
<i>verso: l'estero</i>	3,1	3,6	3,9	3,7	5,3	4,2	7,7	0,7	8,3
<i>l'interno</i>	96,9	96,4	96,1	96,3	94,7	95,8	92,3	99,3	91,7
Debiti	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>verso: l'estero</i>	3,7	3,1	3,2	3,6	2,9	- 4,3	1,8	3,6	4,1
<i>l'interno</i>	96,3	96,9	96,8	96,4	97,1	104,3	98,2	96,4	95,9

hanno dovuto risolvere problemi di eccesso di accumulazione di riserve ufficiali hanno in parte usato il canale bancario per fare defluire dal paese le proprie risorse in valuta estera. Questo comportamento ha contribuito all'espansione del mercato delle eurodivise e non si può escludere che, attraverso i meccanismi di moltiplicazione, abbia concorso ad alimentare gli squilibri che esso si proponeva appunto di attenuare.

Con ciò non si vuole sminuire il significato delle osservazioni precedenti; cioè che l'impulso primario deriva soprattutto dagli squilibri delle bilance dei pagamenti, misurati in termini di liquidità di base creata o distrutta, dei paesi a moneta di riserva internazionale, i quali appunto permettono l'esplicarsi dei fenomeni finora descritti.

La documentazione statistica prodotta conferma quanto osservato analizzando i provvedimenti nazionali riguardanti l'attività dell'euromercato; ossia che la principale preoccupazione delle autorità di governo è stata quella di limitare l'influenza dei mercati internazionali sulla creazione di base monetaria interna. Per altro, non essendovi limiti efficaci alla espansione dei flussi monetari internazionali, il credito per l'insieme dei paesi, e la mobilitazione delle risorse reali che con esso si realizza, potrebbe assumere dimensioni preoccupanti. Perciò, dati l'attuale sistema di rapporti di cambio tra monete e la crescente apertura dei mercati finanziari, la condotta monetaria nazionale non può prescindere da una parallela visione globale dei flussi finanziari, cioè da una politica monetaria internazionale.

Il mercato delle euroobbligazioni. — Il quadro dei mercati internazionali è completato dall'attività di emissione di titoli obbligazionari, la quale non solo alimenta ed è a sua volta alimentata dal mercato delle eurovalute, ma è in grado di attirare autonomamente flussi di risparmio nazionali. In assenza di informazioni sistematiche sui rapporti tra mercati monetario e finanziario internazionali può fungere da indicatore l'osservazione che il flusso di euroemissioni è correlato positivamente, nell'arco del periodo considerato, con quello di eurodollari (fig. 6).

Le euroemissioni avevano registrato nel 1968 la massima espansione; nei due anni successivi esse si sono situate poco al di sotto di quel livello e solo a fine 1970 e nei primi mesi del 1971 sembrano avviate sulla strada di un rinnovato sviluppo (tav. 15).

La tendenza riflessiva del biennio 1969-70 non sembra collegabile con una ridotta domanda di fondi internazionali, la quale, al contrario,

MERCATO DELLE EUROOBBLIGAZIONI (1)

(milioni di dollari)

Voci	1968	1969	1970	Per semestre						1° trim. 1971
				1968		1969		1970		
				I	II	I	II	I	II	
EMITTENTI										
Paesi:										
Europa	789	1.329	1.629	220	569	722	607	704	925	741
Italia	75	155	255	30	45	25	130	200	55	52
altri paesi: CEE	300	690	877	40	260	466	224	385	492	329
Regno Unito	136	137	130	6	130	75	62	20	110	78
Europei	278	347	367	144	134	156	191	99	268	282
Stati Uniti	2.066	1.005	741	1.372	694	552	453	409	332	385
Canada	215	230	102	63	152	126	104	67	35	75
Giappone	147	246	123	70	77	120	126	57	66	42
Altri	256	278	156	95	161	178	100	39	117	154
Istituzioni internazionali	25	68	215	25	—	—	68	26	189	14
Categorie:										
Imprese statunitensi	2.066	1.005	741	1.372	694	552	453	409	332	385
Altre imprese	907	1.499	1.659	213	694	791	708	745	914	834
private	558	817	1.065	152	406	425	392	364	701	521
pubbliche	349	682	594	61	288	366	316	381	213	313
Governi	500	584	351	235	265	355	229	122	229	178
Istituzioni internazionali	25	68	215	25	—	—	68	26	189	14
NATURA DELLE OBBLIGAZIONI										
Ordinarie	1.588	2.025	2.728	642	946	1.014	1.011	1.142	1.586	1.316
cedola fissa	1.588	2.010	2.398	642	946	999	1.011	942	1.456	1.316
tasso variabile	—	15	330	—	—	15	—	200	130	—
medio termine	480	141	733	261	219	118	23	252	481	261
lungo termine	1.108	1.884	1.995	381	727	896	988	890	1.105	1.055
Convertibili	1.910	1.131	238	1.203	707	684	447	160	78	95
statunitensi	1.615	577	87	1.173	442	414	163	52	35	50
altre	295	554	151	30	265	270	284	108	43	45
VALUTA										
Dollaro	2.479	1.723	1.775	1.505	974	932	791	995	780	903
Marco tedesco	914	1.368	688	261	653	724	644	104	584	254
Fiorino olandese	—	17	391	—	—	—	17	171	220	167
EMU	—	—	50	—	—	—	—	—	50	45
Altre monete	105	48	62	79	26	42	6	32	30	42
TOTALE EMISSIONI LORDE	3.498	3.156	2.966	1.845	1.653	1.698	1.458	1.302	1.664	1.411

Fonte: Morgan Guaranty Trust Company.

(1) Emissioni di non residenti offerte su almeno due mercati o il cui sindacato di collocamento è formato in prevalenza da istituzioni finanziarie estere.

ha conosciuto una crescita ininterrotta proprio in questo periodo, bensì con un mutato atteggiamento sia dei potenziali investitori, banche e operatori privati, sia degli emittenti.

L'ascesa dei tassi a breve sul mercato dell'eurodollaro nel 1969, non seguita da variazioni altrettanto rapide nei rendimenti delle euro-obbligazioni, ha determinato la scomparsa prima e il capovolgimento poi del divario negativo tra i primi e i secondi, spingendo i potenziali investitori a trasferire la loro offerta sul comparto monetario.

Le eurobanche, nella misura in cui non siano state indotte ad investire le risorse presso banche statunitensi, hanno quindi avuto la opportunità di espandere il credito. Ciò è avvenuto soprattutto sotto forma di concessione di mutui a medio termine con tasso variabile, il cui ammontare è stato stimato, per il 1970, non inferiore ai 4,5 miliardi di dollari (per oltre 1 miliardo concessi all'Italia).

Questa direzione di sviluppo dell'euromercato, punto di incontro tra il credito a breve e i prestiti obbligazionari ordinari, e l'estensione del tasso variabile alle emissioni di titoli, in gran parte decennali, cioè a scadenza più breve delle obbligazioni ordinarie, rivelano il tentativo di superare le resistenze degli operatori ad indebitarsi a lungo termine a tassi elevati e la continua ricerca di nuovi strumenti da parte delle eurobanche per espandere la loro attività in modo continuativo e profittevole.

Il tasso o la cedola variabili periodicamente, in genere a cadenza semestrale, offrono al debitore la prospettiva di un onere medio inferiore nell'arco di durata del prestito, qualora esso venga stipulato nei periodi di massima crescita dei tassi. D'altro canto, essi consentono alle banche una più ampia trasformazione di mezzi monetari; queste infatti sono in grado di mantenere il livello dei depositi agendo in qualsiasi momento sulla loro remunerazione senza scapito del proprio margine di intermediazione. Non a caso, oltre a promuovere lo sviluppo dei mutui a medio termine a tasso variabile del quale si è detto, si valuta che le banche abbiano sottoscritto larga parte dei titoli a cedola fluttuante, che presumibilmente cederanno ai privati e sostituiranno con obbligazioni a cedola fissa allorché i tassi si stabilizzeranno su più bassi livelli. Nel fare ciò esse troveranno comunque una certa resistenza da parte degli investitori, i quali a fine 1970 e nei primi mesi del 1971 hanno chiaramente mostrato di perseguire gli stessi intenti delle banche, ossia acquisire euroobbligazioni a cedola variabile in periodi di tassi crescenti e a cedola fissa, seppure più bassa, in condizioni opposte.

Nel 1970 gli europei hanno fatto crescente ricorso al mercato, promuovendo oltre la metà delle euroemissioni complessive. Questa espansione non ha però compensato la flessione riguardante tutti gli altri paesi, in particolare gli Stati Uniti. L'esame degli emittenti distinti per categoria permette di osservare che sono state le imprese private non statunitensi e le istituzioni internazionali a sostenere nell'anno l'attività del mercato.

Considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti spiegano il maggior flusso di emissioni da parte dei paesi scandinavi e dell'Italia. Il nostro paese, in particolare, ha inteso compensare in tal modo il deficit aperto nella sua bilancia dei pagamenti dal deflusso di capitali privati.

La Francia e il Regno Unito, pur non avendo problemi di pareggio della bilancia dei pagamenti, hanno incrementato il ricorso all'euromercato soprattutto per realizzare un'acquisizione netta di fondi e per attenuare il costo dell'indebitamento interno.

Il maggior ricorso all'euromercato da parte dei Paesi Bassi e di altri paesi si spiega con le politiche creditizie restrittive attuate all'interno e con la sproporzione tra le necessità di finanziamento di alcune grandi imprese e la dimensione dei mercati nazionali.

La diminuzione delle euroemissioni di imprese statunitensi sembra non si possa collegare con una minore domanda di fondi per i loro investimenti esteri, bensì con un mutamento nelle fonti di provvista.

Anche il Giappone e il Canada hanno rallentato il flusso di indebitamento sul mercato euroobbligazionario, principalmente allo scopo di contenere le proporzioni del *surplus* delle loro bilance dei pagamenti.

In complesso quindi nel 1970 è andata accentuandosi la intermediazione svolta dal mercato delle euroobbligazioni a favore delle riserve ufficiali nazionali, rispetto alla funzione di stimolo per lo sviluppo degli investimenti. Nella misura in cui le euroemissioni fossero acquisite dalle eurobanche mediante trasformazione di fondi a breve, si avrebbe un trasferimento dell'onere di stabilizzazione delle riserve dalle autorità ufficiali alle banche agenti sull'eurodollaro, in quanto queste sarebbero tenute a garantirsi la continuità nella disponibilità dei fondi a breve prestati. Da questo punto di vista gli sviluppi delle euroemissioni inseriscono un elemento di rigidità nella possibilità di controllare il mercato dell'eurodollaro, la cui continuità di azione potrebbe essere invocata dalle banche che in esso agiscono, in nome di questa trasformazione da esse effettuata.

Sempre nel 1970, in concomitanza con le incertezze o il cattivo andamento delle borse mondiali, sono diminuite (dal 36 all'8 per cento) le emissioni di euroobbligazioni convertibili; quelle a tasso variabile hanno rappresentato l'11 per cento del totale.

Tra le valute di denominazione, il marco tedesco ha perduto gran parte della quota occupata l'anno precedente, mentre il fiorino olandese ha acquisito

una posizione di rilievo (13 per cento del mercato, contro 1 per cento dell'anno precedente). Nel 1970 è comparsa una nuova unità di conto, la EMU (*European Monetary Unit*), vincolata alla parità delle sole monete della CEE, che si affianca alla precedente EUA (*European Unit of Account*), la quale è legata a un maggior numero di monete nazionali.

Il minor volume delle emissioni denominate in marchi tedeschi è imputabile a fattori limitativi che hanno operato sia sulla domanda sia sull'offerta di fondi stilati in questa valuta. Da un lato, il peggioramento della bilancia dei pagamenti tedesca, tra la fine del 1969 e l'inizio del 1970, ha spinto le autorità a scoraggiare gli emittenti in marchi tedeschi, i quali hanno a loro volta assunto un atteggiamento più prudente perché sul loro indebitamento a lunga grava il rischio di rivalutazione di questa moneta; dall'altro, le banche tedesche, tradizionali investitrici, hanno ridotto la loro domanda, a causa della politica monetaria restrittiva seguita all'interno dalle autorità tedesche, e i non residenti hanno mostrato un minor interesse per l'attenuarsi della convenienza ad operare su questa moneta, come è riflesso dall'evoluzione del divario tra i rendimenti delle euroobbligazioni stilate in dollari e quelle in marchi, corretto con il premio sul cambio a termine marco-dollaro (cfr. parte inferiore fig. 6). Si aggiunga che l'interesse per le euroobbligazioni stilate in marchi è in parte sostenuto dall'esistenza della *Couponsteuer*, cioè dell'imposta sulle cedole incassate da non residenti, la quale, rendendo non conveniente l'acquisto di obbligazioni tedesche da parte di investitori esteri, dirotta sull'euromercato fondi esteri potenzialmente disponibili sul mercato interno.

Il fiorino olandese si è giovato della corrente speculativa allontanatasi dal marco dopo la rivalutazione del 1969. L'attesa di rivalutazione del fiorino è giustificata dai legami tradizionali che uniscono l'economia dei Paesi Bassi a quella della Germania federale, e dal ricordo della precedente rivalutazione del marco, a cui si era accompagnata, appunto, quella del fiorino. Anche se questo evento non c'è stato, la solidità di questa moneta e quella degli emittenti olandesi che ne fanno uso sono tali che nel corso del 1970 è cresciuto l'interesse per i titoli in essa stilati.

Il meccanismo usato per le emissioni denominate in EMU, studiato dalla CECA per un prestito del valore di 50 milioni di dollari, concede all'investitore di acquistare il titolo e di riscuotere i dividendi e il rimborso nella moneta che preferisce tra quelle dei paesi CEE. All'emittente viene addossato il rischio di cambio, ma viene offerto il vantaggio di una cedola inferiore a quella corrente. Rispetto all'altra unità di conto preesistente, la EMU non si limita a salvaguardare l'investitore dal rischio di svalutazione, ma gli offre anche la possibilità di beneficiare di un'eventuale rivalutazione, almeno fintanto che sopravviva l'attuale assetto internazionale nei rapporti di cambio tra monete. Nei primi mesi del 1971 l'Italia ha già sperimentato, con una emissione dell'ENEL, questa nuova forma di prestito.

Nei primi mesi dell'anno in corso è continuata e si è rafforzata la fase di sviluppo che aveva avuto inizio nel settembre del 1970, favorita, per quanto riguarda gli emittenti, dalla convinzione che i tassi a lunga siano giunti vicino ad un limite minimo, e quindi che non sia più opportuno rinviare il lancio di nuovi prestiti.

Si può prevedere che durante il 1971 non farà difetto la domanda di fondi sul mercato internazionale e che essa alimenterà un flusso di euroemissioni più abbondante rispetto al passato. I fattori di sviluppo si

possono individuare sia nella proroga delle restrizioni agli investimenti all'estero da parte delle imprese statunitensi (in presenza di forti programmi di investimento decisi dalle filiali estere delle stesse imprese e della necessità di rifinanziare un notevole ammontare di titoli in scadenza quest'anno) sia nell'intenzione di alcuni paesi di ricostituire o di rafforzare le riserve ufficiali.

Si osserva inoltre che i tassi a breve sull'eurodollaro sembrano aver esaurito la loro spinta verso il basso; si è quindi delineata una situazione che favorisce la diffusione di aspettative di fluttuazione dei tassi verso l'alto. Poiché la concessione di eurocrediti a medio termine a tasso variabile presenterebbe una evidente incognita nel costo, destinata peraltro a incidere maggiormente per via dell'esperienza passata, si ritiene che la domanda di fondi tenderà a riaffluire sul mercato delle euroobbligazioni.

La domanda di titoli sarà probabilmente alimentata dal basso livello relativo dei tassi a breve, dalle politiche di alcuni paesi volte ad alleggerire il saldo attivo dei propri conti con l'estero, da un rinnovato interesse per le obbligazioni convertibili indotto dalla positiva evoluzione dei corsi azionari, dal gradimento che gli investitori continueranno a riservare alla EMU.

Un fattore di natura istituzionale destinato a favorire lo sviluppo futuro del mercato è costituito dall'entrata in funzione, nel gennaio di quest'anno, di un nuovo organismo atto a realizzare sul mercato secondario una sorta di stanza di compensazione internazionale, riducendo così gli oneri e i ritardi connessi con la necessità di consegnare materialmente i titoli. Si tratta del CEDEL, che si affianca all'*Euro-clear*, operante dalla fine del 1968.

I mercati finanziari esteri e i tassi dell'interesse. — Sull'attività dei mercati finanziari esteri, al di fuori degli Stati Uniti, ha continuato ad influire, nella prima parte dell'anno, l'azione di politiche monetarie restrittive. Successivamente si è diffuso nella maggioranza dei paesi l'orientamento opposto, suggerito dal prevalere delle preoccupazioni riguardo all'andamento del reddito reale sui timori suscitati dall'elevato saggio di inflazione. Ciò si è riflesso, soprattutto nella seconda metà dell'anno, in rendimenti decrescenti sull'intero arco delle scadenze e, di converso, in guadagni in conto capitale sui valori mobiliari di importo talvolta rilevante.

Limitando l'analisi ai comparti del mercato per i quali si dispone di rilevazioni sistematiche, si osserva che l'apporto al Tesoro sotto forma di collocamento di obbligazioni si è ridotto, in coincidenza con politiche fiscali meno espansive; fanno eccezione gli Stati Uniti e la Germania federale, sia pure per differenti motivi. Si è invece accresciuto il volume di fondi fornito per la stessa via all'economia, sia direttamente sia attraverso l'intermediazione di operatori istituzionali. Le emissioni estere classiche si sono ulteriormente assottigliate, in parallelo all'affermarsi del mercato delle euroobbligazioni (tav. 16).

Il mercato azionario ha raccolto capitale di rischio in misura maggiore rispetto al passato in Italia, in Germania e negli Stati Uniti.

Nel 1970, fatta eccezione per l'Italia e la Svezia, la quota di risparmio intermediata da ciascun mercato dei valori mobiliari si è accresciuta rispetto al reddito monetario del rispettivo paese di appartenenza (tav. a4). Nel complesso, quindi, le emissioni di valori mobiliari hanno in gran parte superato la crisi che li aveva investiti per effetto della vigorosa crescita dei tassi dell'interesse, ora in via di riassorbimento, e delle forti tensioni inflazionistiche.

Dal lato della domanda di titoli si osserva un non univoco comportamento delle banche commerciali. Negli Stati Uniti l'espansione monetaria ha determinato quasi contemporaneamente una vivace domanda di titoli da parte delle banche. Nella Germania federale, invece, l'interesse del sistema bancario per il mercato obbligazionario, nonostante le favorevoli prospettive di rendimento in conto capitale e interesse, è stato secondo all'esigenza di ricostituire i margini di liquidità corrosi dalle vicende monetarie dell'anno precedente; alla fine dell'anno il miglioramento più netto nella situazione di liquidità del sistema, pur incoraggiando la domanda delle banche tedesche, non è tuttavia valso a riportarla ai precedenti livelli. Questo comportamento, antitetico rispetto a quello delle banche statunitensi, è per molti versi simile a quello tenuto dalle aziende di credito italiane.

L'acquisto di titoli da parte di privati e società ha ancora risentito, nella maggior parte dei paesi, dei precedenti squilibri; soprattutto l'investitore non intermediario tedesco ha mostrato di valutare favorevolmente i vantaggi economici di un acquisto immediato; quello statunitense ha mantenuto la propria domanda al livello già ragguardevole raggiunto nel 1969.

Il quadro di insieme dei flussi realizzatisi sui mercati dei valori mobiliari, salvo il diverso indirizzo nella raccolta degli emittenti esteri,

EMISSIONI NETTE DI VALORI MOBILIARI IN ALCUNI PAESI

(miliardi di dollari)

Paesi	Anni	TITOLI A REDDITO FISSO												AZIONI
		Domanda di fondi					Totale	Offerta di fondi						
		Governo	Imprese ed enti pubblici	Intermediari finanziari	Imprese private	Estero		Enti pubblici	Banca centrale	Banche	Altri intermediari finanziari	Privati e società	Estero	
Italia	1968	1,61	1,42	1,90	-0,05	0,07	4,95	..	0,3	2,5	0,2	1,9	..	0,76
	1969	2,12	1,25	2,05	-0,09	0,02	5,35	..	1,9	1,8	0,1	1,5	..	1,09
	1970	1,48	0,39	2,36	-0,08	..	4,15	..	1,7	1,3	0,1	1,1	..	1,62
Belgio	1968	0,56	0,43	0,56	0,02	—	1,57	..	..	0,4	0,4	0,7	—	0,43
	1969	0,56	0,43	0,45	..	—	1,44	..	..	0,3	0,4	0,7	—	0,42
	1970	0,50	0,60	0,61	—	—	1,71	..	—	0,5	0,4	0,8	—	0,40
Francia	1968	-0,19	0,49	0,82	0,03	—	1,15	0,1	..	0,1	0,5	0,4	..	0,66
	1969	-0,20	0,30	0,93	0,30	—	1,33	0,2	—	0,1	0,7	0,2	0,1	1,42
	1970	-0,15	0,46	1,05	0,52	—	1,88	0,3	—	0,3	0,9	0,2	0,2	1,44
Germania fed.	1968	0,31	0,60	3,26	-0,02	0,67	4,82	..	- 0,1	3,7	0,7	0,5	..	0,45
	1969	0,11	0,03	3,18	-0,04	0,48	3,76	..	- 0,1	2,4	0,6	1,1	- 0,2	0,45
	1970	0,16	0,40	3,37	0,06	0,09	4,08	..	..	0,6	1,1	2,2	0,2	0,65
Paesi Bassi	1968	0,08	0,20	0,04	0,08	..	0,40	—	..	0,1	0,1	0,2	..	0,02
	1969	0,23	0,18	0,08	0,04	-0,03	0,50	—	..	..	0,2	0,2	0,1	0,04
	1970	0,20	0,14	0,21	0,13	-0,02	0,66	—	..	..	0,1	0,1	0,4	0,01
CEE	1968	2,37	3,14	6,58	0,06	0,74	12,89	0,1	0,2	6,8	1,9	3,7	..	2,32
	1969	2,82	2,19	6,69	0,21	0,47	12,38	0,2	1,8	4,6	2,0	3,7	—	3,42
	1970	2,19	1,99	7,60	0,63	0,07	12,48	0,3	1,7	2,7	2,6	4,4	0,8	4,12
Regno Unito	1968	-0,95	0,29	0,19	0,44	-0,11	-0,14	—	0,2	- 0,4	0,9	- 0,8	..	0,90
	1969	-0,96	0,17	0,18	0,81	-0,03	0,17	—	- 1,4	- 0,7	1,4	0,5	0,4	0,49
	1970	..	0,24	0,11	0,37	-0,05	0,67	—	0,5	- 0,4	1,1	- 0,7	0,1	0,18
Stati Uniti	1968	11,97	8,27	1,07	12,89	1,87	36,07	1,7	1,2	14,5	12,2	6,7	- 0,2	- 0,74
	1969	-0,04	4,41	1,69	12,07	1,26	19,39	3,3	0,7	- 5,6	7,3	13,2	0,5	4,74
	1970	11,45	7,99	2,10	21,26	1,16	43,96	- 1,2	1,3	17,3	12,1	14,0	0,5	6,66
Svezia	1968	0,42	0,03	1,05	0,22	—	1,72	..	..	0,4	1,2	0,1	..	0,11
	1969	0,33	0,05	1,45	0,07	—	1,90	..	0,1	0,6	1,1	0,1	..	0,23
	1970	0,14	0,04	1,25	0,08	—	1,51	..	..	0,2	1,2	0,1	..	0,10
Svizzera	1968	0,04	0,14	0,18	0,27	0,18	0,81	....	....	....	....	....	....	0,41
	1969	0,04	0,10	0,23	0,21	0,13	0,71	....	....	....	....	....	....	0,50
	1970	0,04	0,16	0,37	0,19	0,10	0,86	....	....	....	....	....	....	0,44
Euromercato	1968	0,50	0,37	2,63	—	—	3,50	—	—	....	....	....	—	....
	1969	0,58	0,75	1,83	—	—	3,16	—	—	....	....	....	—	....
	1970	0,35	0,81	1,81	—	—	2,97	—	—	....	....	....	—	....

Fonte: Elaborazioni di dati tratti dai rapporti annuali e dai bollettini delle banche centrali e dalla pubblicazione *OECD Financial Statistics*. Alcuni dati per il 1970 sono stimati. Per il metodo si rinvia alle note contenute nella citata raccolta dell'OECD.

indica che ciascun mercato tende ad assumere nuovamente la fisionomia istituzionale che lo caratterizzava prima delle vicende monetarie succedutesi nell'ultimo lustro.

Per quanto concerne i tassi dell'interesse, i paesi europei hanno tentato di evitare la loro riduzione indotta dal mutamento nella condotta monetaria degli Stati Uniti. Ma gli squilibri nei flussi monetari internazionali, determinati da questa politica, hanno raggiunto proporzioni tali da consigliare alle autorità una maggiore flessibilità; infatti, alla fine del periodo sotto rassegna, tutti i mercati indistintamente hanno presentato flessioni nei tassi a breve, ufficialmente accettate con analoghi ritocchi ai saggi dello sconto e delle anticipazioni (tavv. a2 e a5).

I rendimenti dei titoli a lunga sono restati al margine di questa dinamica in quanto hanno subito mediamente una riduzione più moderata, con lunghe pause riflessive nel corso del periodo osservato (tav. a6). Si deve però tenere presente che la caduta più vistosa si è avuta nei tassi all'emissione dei titoli, per la conoscenza dei quali l'osservazione campionaria sovrviene alla carenza statistica. Questi tassi si erano, come di consueto nei momenti di crisi, discostati notevolmente verso l'alto (0,50 — 1,0 punti percentuali) dai rendimenti sui titoli già in circolazione, il cui aggiustamento richiede in media più tempo per attuarsi; cessata l'azione di gran parte delle cause che avevano determinato questo divario, i tassi all'emissione hanno rapidamente adeguato il loro livello a quello prevalente sul mercato secondario. Ciò è avvenuto, come dianzi visto, contemporaneamente all'offerta di un più ampio volume di emissioni obbligatorie.

Per effetto della diversa misura con la quale la riduzione si è presentata nel comparto dei titoli a breve e in quello dei titoli a lunga scadenza, la struttura dei tassi secondo la scadenza ha in generale assunto, a fine 1970, la forma tipica dei periodi di sufficiente liquidità, con il tasso a vista al di sotto di quello a tre mesi e questo, a sua volta, in posizione inferiore rispetto a quello a lunga, sia per i titoli pubblici sia per quelli privati. Dalla velocità e dai modi con i quali i rendimenti delle obbligazioni si adeguano ai mutamenti nei tassi a breve è possibile ricavare alcune informazioni circa l'interpretazione data dal mercato finanziario agli indirizzi correnti di politica monetaria.

Poiché l'esperienza insegna che gli Stati Uniti sono il principale centro da cui si irradiano gli impulsi sui tassi del resto del mondo, è opportuno analizzare in dettaglio il comportamento dell'intero spettro dei tassi che ivi si formano.

Il tasso a vista sui *fondi interbancari* si è ridotto dal 9,0 al 4,9 per cento nel corso del 1970, per discendere al 3,7 per cento nei successivi tre mesi del 1971; i 5,3 punti percentuali in meno risultano da una riduzione pari a 1,4 nei primi sei mesi, 2,7 nei successivi sei e 1,2 nel primo trimestre del 1971. Il tasso sui *buoni del tesoro federale*, che si trovava al 7,8 per cento nel dicembre del 1969, è disceso al 3,4 per cento nel marzo del 1971; la riduzione è stata di 1,1 punti percentuali nel corso della prima metà dell'anno, 1,8 nella seconda e 1,5 nel primo trimestre del 1971.

Il tasso sui *titoli di stato* a lunga scadenza si è ridotto di 0,4 punti percentuali nel primo trimestre del 1970, è cresciuto di 0,6 punti nel secondo e, successivamente, è diminuito di 1 punto percentuale con alterne vicende e con lunghe pause. L'analogo rendimento sui *titoli obbligazionari privati* si è accresciuto fino al luglio del 1970 di 0,8 punti, con un breve cenno di flessione nei mesi di marzo e aprile; in seguito si è ridotto di 0,9 punti percentuali situandosi nel marzo del 1971 al 7,8 per cento.

Pertanto i tassi a breve negli Stati Uniti hanno risposto all'espansione monetaria prima con cautela e poi con un vigore che ha perso di intensità solo all'inizio del 1971. Verosimilmente nella prima parte dell'anno ha prevalso la necessità di ricostituire i margini di liquidità ridottisi nella fase restrittiva precedente, nella seconda l'inerzia della domanda di credito dovuta al ristagno nell'attività economica interna. Il ricordo degli avvenimenti recenti, la rapidità con la quale il processo si è attuato e il diffondersi delle previsioni di una pronta ripresa del reddito hanno concorso a frenare il movimento discendente dei tassi, impedendo il ritorno ai livelli prevalenti nei primi anni del decennio trascorso.

Il comparto a lunga del mercato statunitense, peraltro impegnato a soddisfare emissioni rinviate, ha accolto prima in modo contraddittorio l'azione delle autorità monetarie; poi, anche per l'esistenza di un ampio divario tra tassi a lunga e a breve, ha manifestato una tendenza cedente dei rendimenti. Il ritardo e le difficoltà con cui il processo si è svolto sul mercato obbligazionario, congiunti con il fatto che nell'ultimo mese sotto rassegna i rendimenti hanno fluttuato attorno ai livelli in precedenza raggiunti senza subire l'effetto del divario positivo con i tassi a breve tuttora esistente, ma recependo le incertezze subentrate nel mercato monetario, denotano l'attesa da parte degli operatori di una prossima moderata crescita dei tassi a breve. Ciò troverebbe riscontro in pratica se, al verificarsi della ripresa dell'attività produttiva e della domanda globale preconizzata nei documenti ufficiali, le autorità ritenessero di impiegare prevalentemente gli strumenti monetari nella regolazione dell'economia. Ma anche in questa eventualità è da ritenere improbabile che nel breve periodo si ripetano gli squilibri del più recente passato.

Il mutamento di politica deciso dagli Stati Uniti ha in notevole misura condizionato, attraverso i diversi meccanismi analizzati in questa e nelle passate Relazioni, l'evoluzione dei mercati monetari e finanziari del resto del mondo. Nella Germania federale, più che altrove, le autorità hanno tentato di contrastare le tendenze di mercato, manovrando il tasso sui titoli pubblici alle diverse scadenze; esse infatti hanno giudicato incompatibili con gli indirizzi di politica economica interna l'immissione di liquidità da parte dell'estero e la riduzione dei tassi.

Il tasso sui *fondi a vista* nel mercato monetario tedesco ha continuato a crescere fino all'aprile del 1970 (9,7 per cento), per poi ridursi al 7,3 nel febbraio del 1971; in settembre e novembre questa tendenza ha subito due battute d'arresto. Più resistenti alla riduzione nel corso dell'anno si sono mostrati i tassi sulle *cambiali private a 3 mesi*, i quali tuttavia tra il novembre del 1970 e il gennaio seguente si sono portati sostanzialmente al livello del tasso sui fondi a vista (7,5 per cento); questo livellamento del tratto iniziale della curva dei rendimenti viene in genere collegato con una aspettativa di tassi costanti nel breve periodo. I tassi a lunga, sui *titoli pubblici e privati*, hanno continuato a crescere fino al mese di giugno, come negli Stati Uniti, raggiungendo rispettivamente l'8,7 e il 9,0 per cento. La successiva inversione di tendenza si è manifestata inizialmente nel comparto delle obbligazioni private, sembrando indicare una non completa coincidenza tra la linea di politica monetaria e la volontà del mercato. Nei primi mesi del 1971 i tassi a lunga si sono mossi in modo contraddittorio attorno al livello raggiunto in gennaio. La curva dei rendimenti secondo la scadenza si presentava alla fine del periodo sotto rassegna sostanzialmente piatta, denotando l'assenza di aspettative precise di mercato sulla direzione di movimento dei tassi.

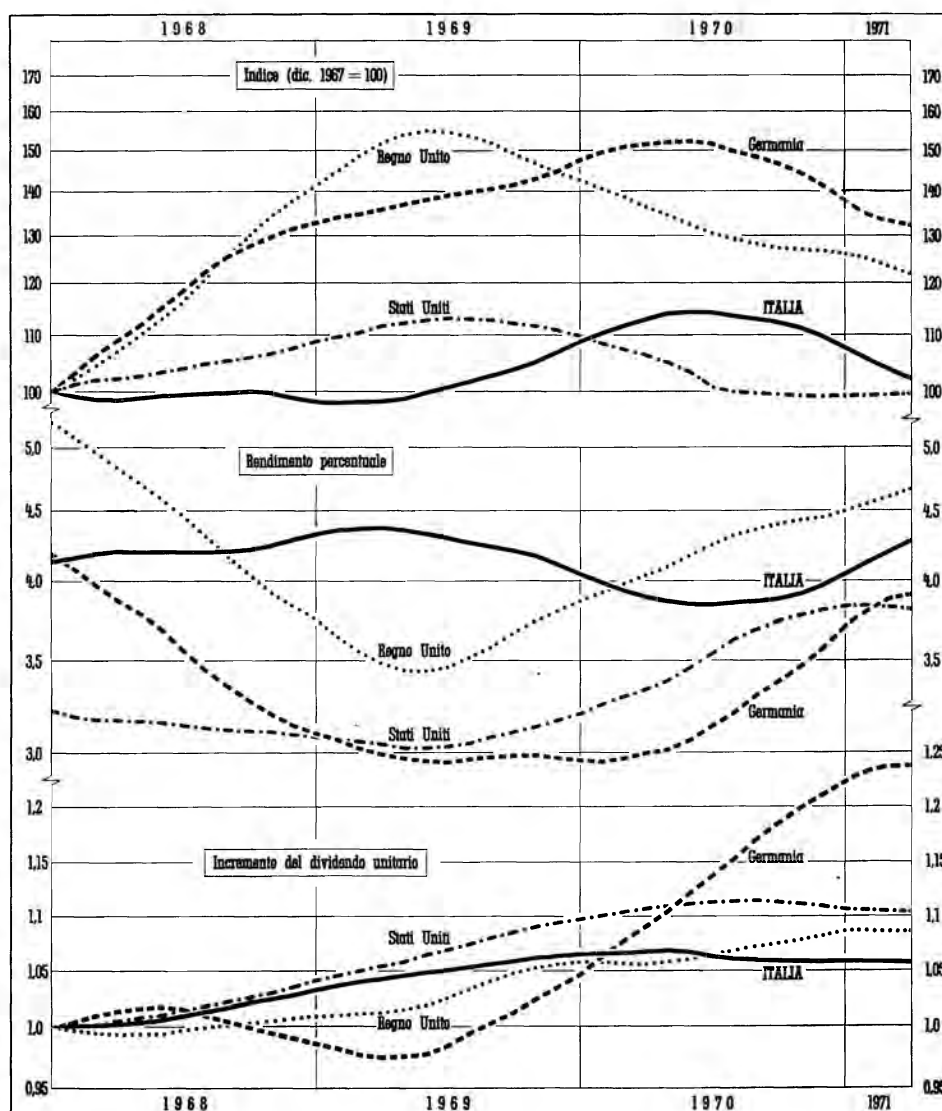
La persistenza di un divario negativo, corretto con il premio sul cambio a termine, tra i tassi a breve statunitense e tedesco, nonché tra i tassi statunitense e tedesco sui titoli pubblici a lunga (nonostante il livellamento tra i rendimenti sui titoli privati dei due paesi) indicava che, all'inizio del 1971, non era stato ancora raggiunto l'equilibrio dei tassi sui due mercati analizzati e, di riflesso, sugli altri mercati esteri e su quelli internazionali. Questo può aver contribuito alla recente crisi monetaria. La direzione che potranno prendere i tassi dei due mercati in esame, dipende per entrambi dal ricorso che faranno le rispettive autorità di governo agli strumenti monetari in sostituzione di quelli fiscali per il governo del ciclo economico. Un ruolo non trascurabile potrebbe inoltre rivestire il modo in cui troverà soluzione il problema dei futuri rapporti di cambio tra monete e l'esigenza di tenere sotto controllo il volume e la direzione dei flussi monetari internazionali.

Le quotazioni azionarie e i dividendi. — I numerosi segni che nel 1969 sembravano preannunciare un mutamento sfavorevole di tendenza nelle principali borse europee e americane hanno trovato nel

corso del 1970 un'ampia conferma. L'evoluzione, in generale negativa, dei corsi azionari ha seguito due fasi nettamente distinte.

La prima parte dell'anno è stata caratterizzata dal declino della borsa di New York, dove l'atteggiamento di sfiducia degli operatori era motivato dalle sfavorevoli prospettive congiunturali e dal perdurare di elevati tassi dell'interesse. Anche tutti gli altri mercati azionari hanno subito rilevanti flessioni dei corsi, più moderate in Belgio e in Francia per via della favorevole evoluzione congiunturale.

FIG. 7



Indice dei corsi, rendimento e incremento del dividendo unitario delle azioni in alcuni paesi
(medie mobili di 12 mesi riferite all'ultimo - scala logaritmica)

Nella seconda parte dell'anno la ripresa del mercato di New York, nella quale hanno giocato, oltre a fattori tecnici, l'espansione creditizia e la fiducia mostrata dagli operatori nel rilancio dell'economia, non è stata seguita da un concorde movimento di ascesa nei corsi delle altre borse estere. Pertanto il consuntivo dell'annata risulta in definitiva favorevole solo per gli Stati Uniti, il cui indice dei corsi delle azioni industriali ha segnato un incremento del 4,4 per cento. Nel Belgio le azioni sono rimaste stazionarie (+ 0,2 per cento) mentre in Francia hanno subito una diminuzione moderata (— 6,3 per cento).

Gravi flessioni sono invece avvenute nella Germania federale (— 27,4 per cento) e nel Regno Unito (— 15,5 per cento), dove si è palesata la necessità del ricorso a più ampie distribuzioni di dividendi per contrastare la tendenza negativa. La Svizzera e i Paesi Bassi non sono riusciti a sottrarsi al generale orientamento riflessivo dei corsi (rispettivamente — 13,7 e — 8,2 per cento).

Dalla consueta indagine annua sul comportamento dei dividendi unitari (fig. 7), si evince che l'Italia, unica tra i paesi sotto rassegna, ha ridotto la distribuzione di dividendi (— 0,5 per cento), gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Germania federale hanno proseguito l'espansione segnando incrementi rispettivamente dello 0,8, del 2,6 e del 17,4 per cento.

Nel primo trimestre del 1971 si assiste in tutti i paesi ad un generale rialzo dei corsi, meno evidente nella Francia e nel Regno Unito.

LA COOPERAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE

Il problema della liquidità e l'assetto del sistema monetario internazionale. — Le preoccupazioni suscitate dal forte disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le difficoltà di frenare l'afflusso di dollari verso le economie europee hanno impegnato la cooperazione monetaria internazionale, durante il 1970 e nei primi mesi del 1971, nella ricerca di soluzioni atte a creare le basi per un più equilibrato assetto del sistema nonché per la instaurazione di nuove relazioni monetarie internazionali.

Sotto il primo aspetto, sono da ricordare le discussioni svoltesi, nelle appropriate sedi internazionali, sul problema della coesistenza dei principali mezzi di riserva e sulle proposte tendenti ad introdurre nel sistema monetario internazionale un moderato grado di flessibilità delle parità e dei tassi di cambio; sotto il secondo, le decisioni prese dal Consiglio dei Ministri della CEE di procedere nel prossimo decennio alla creazione di un'Unione economica e monetaria, la ripresa dei negoziati per l'ingresso del Regno Unito e di altri paesi candidati nella CEE, gli sforzi diretti a favorire la crescita dei paesi in via di sviluppo e, infine, la ricerca di nuove relazioni monetarie e finanziarie con e fra i paesi socialisti.

L'attivazione del sistema dei diritti speciali di prelievo avvenuta il 1^o gennaio 1970 ha rappresentato un avvenimento importante nella storia delle relazioni monetarie internazionali, in quanto per la prima volta strumenti di riserva in forma incondizionata sono stati creati deliberatamente dalla comunità internazionale per rispondere in maniera non inflazionistica alle esigenze di liquidità del sistema e non per finanziare i disavanzi di bilancia dei pagamenti di singoli paesi.

Nel corso del 1970 è stato utilizzato nel complesso il 25 per cento della prima distribuzione di 3,4 miliardi, per un totale di 861 milioni. Di questi, il 34 per cento ha assunto la forma di transazioni designate, vale a dire di trasferimenti di SDR contro valute tra il paese utilizzatore e uno o più paesi indicati dal Fondo sulla base del piano di designazione approvato trimestralmente dal Fondo stesso; il 21 per cento ha dato origine a transazioni volontarie, con le quali un partecipante riacquista

da altro partecipante propria valuta cedendo SDR senza intervento del Fondo; il 45 per cento ha formato oggetto di operazioni con il conto generale del Fondo.

Il basso livello delle transazioni designate, che dovrebbero costituire il modo normale di utilizzo dei diritti speciali di prelievo, è da ascrivere con molta probabilità all'elevato incremento delle disponibilità ufficiali in dollari. Le transazioni volontarie sono aumentate notevolmente nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno, quando il precisarsi delle dimensioni del disavanzo americano ha indotto due paesi europei ad effettuare operazioni di conversione di dollari in SDR, per un importo complessivo di 160 milioni, che costituisce l'utilizzo lordo da parte degli Stati Uniti della loro assegnazione di SDR. Circa le operazioni con il conto generale, esse sono state alimentate dai paesi che hanno utilizzato SDR per rimborsare prestiti precedentemente concessi dal Fondo o per pagare interessi e commissioni sugli stessi; il conto generale, a sua volta, ha utilizzato SDR soprattutto per l'acquisto di valute necessarie al Fondo per il finanziamento di prestiti, a seguito dell'opzione esercitata da alcuni paesi di acquistare SDR invece di oro, che prima costituiva la contropartita normale di queste operazioni di approvvigionamento.

Solo i paesi industriali hanno registrato un aumento delle disponibilità in SDR, mentre gli altri paesi sviluppati e quelli in via di sviluppo ne sono stati utilizzatori netti.

Dal 1° gennaio di quest'anno le disponibilità in SDR sono salite a 6,4 miliardi, a seguito della distribuzione della seconda *tranche* di 3 miliardi circa.

La posizione dell'oro nel sistema monetario internazionale è regolata, come è noto, dall'accordo di Washington del marzo 1968 istitutivo del doppio settore dell'oro, e da quello tra il Fondo monetario internazionale e il Sud Africa del dicembre 1969 circa l'oro di nuova produzione. In base ad essi, l'oro monetario può affluire alle riserve ufficiali soltanto in dipendenza di decisioni prese dal FMI e non più in funzione dell'andamento della produzione aurifera, mentre l'oro merce è prevalentemente destinato al soddisfacimento dei bisogni dell'industria e del tesoreggiamento.

Nel corso del 1970, oro di nuova produzione è affluito nel sistema monetario internazionale. La stazionarietà della domanda privata nei primi dieci mesi dell'anno, durante i quali il prezzo dell'oro sul mercato

libero si è mantenuto intorno ai 35 dollari l'oncia, e le necessità di divise del Sud Africa per far fronte al disavanzo di bilancia dei pagamenti — non completamente soddisfatte neanche quando, nell'ultimo trimestre del 1970, il prezzo dell'oro sul mercato di Londra aumentava fino a 39 dollari — hanno indotto quel paese a vendere oro di nuova estrazione al Fondo per un importo complessivo di 640 milioni di dollari. Di questi, qualora non si considerino i versamenti in oro al Fondo a seguito dell'aumento delle quote e le transazioni connesse con queste operazioni, 356 milioni sono stati distribuiti a paesi membri, in prevalenza industrializzati, in cambio di valute convertibili, nel quadro della politica del Fondo di ricostituzione dei propri averi in valuta contro vendite di oro.

L'elevato afflusso di dollari verso le banche centrali europee non ha creato gravi problemi finché è andato a ricostituire riserve ufficiali in precedenza depauperate o ha permesso il rimborso di debiti. Esso ha però incominciato a suscitare notevoli preoccupazioni, quando è apparso evidente che gli Stati Uniti avrebbero proseguito nell'applicazione di una politica monetaria distensiva per conseguire i loro obiettivi di politica interna, rendendo così molto improbabile nell'immediato futuro il riequilibrio della propria bilancia dei pagamenti. Le banche centrali europee si sono trovate così di fronte alla prospettiva di esporre le economie dei loro paesi alle pressioni provenienti dal disavanzo americano.

Ad evitare i rischi di una siffatta evoluzione, e avendo constatato che negli anni più recenti l'oro non soltanto è progressivamente diminuito nelle riserve totali, ma ha anche assunto per le autorità monetarie la natura di riserva di ultima istanza, si è da più parti riaffermata la necessità che siano in prevalenza i diritti speciali di prelievo, anziché la valuta di un singolo paese, ad assumere la funzione di assicurare la liquidità del sistema; al dollaro verrebbe riservata quella di principale strumento di intervento sul mercato dei cambi e di mezzo di regolamento degli scambi e delle transazioni finanziarie internazionali. La coesistenza dei vari strumenti di riserva verrebbe assicurata, come è stato da tempo suggerito specie da parte italiana, da intese fra i maggiori paesi industriali tendenti ad armonizzare la composizione delle loro riserve.

Per quanto concerne le relazioni fra le principali monete, una soluzione che riceve ampi consensi sia in campo accademico sia nelle

sedi nazionali e internazionali è quella dell'introduzione di un moderato grado di flessibilità delle parità e dei tassi di cambio, sotto la sorveglianza del FMI.

Nel settembre dello scorso anno, in occasione della riunione del Fondo a Copenhagen, i Direttori esecutivi di quella istituzione hanno presentato un rapporto sul ruolo dei tassi di cambio nel processo di aggiustamento dei pagamenti internazionali. Riconosciute le difficoltà di applicare corrette e tempestive politiche della domanda all'interno dei singoli paesi e di procedere alle necessarie modifiche della parità delle monete quando lo squilibrio esterno di un paese si rivelasse fondamentale, essi hanno proposto l'introduzione nel sistema monetario internazionale di un moderato grado di flessibilità sotto forma di un leggero allargamento dei margini di oscillazione dei tassi di cambio intorno alla parità, per le transazioni a pronti; di aggiustamenti, anche piccoli, della parità per far fronte a incipienti squilibri fondamentali, in modo da impedirne un'accentuazione che rendesse poi necessarie grandi variazioni; di regimi temporanei di fluttuazione per consentire il passaggio senza scosse da una parità all'altra o una migliore difesa della parità esistente.

La fase che ha seguito la pubblicazione del rapporto è ancora interlocutoria e, fino alla recentissima crisi monetaria internazionale, si era svolta sul piano del confronto delle diverse posizioni fra i fautori di una maggiore flessibilità del sistema e gli oppositori che temevano si aprisse la strada a svalutazioni competitive e a fluttuazioni incontrollate. Inoltre, all'interno della Comunità europea, si temeva da alcuni che i paesi che ne fanno o ne faranno parte potessero avvalersi della maggiore flessibilità individualmente, con grave pregiudizio del processo di integrazione. Al riguardo, gli sforzi effettuati in sede europea per la ricerca di una posizione comune su questo problema avevano anche lo scopo di porre in atto fra i paesi europei un sistema che consentisse loro di procedere congiuntamente, al momento opportuno e a loro scelta, all'adattamento delle loro parità monetarie nei confronti del dollaro attraverso tempestivi, anche piccoli, aggiustamenti in caso di incipiente squilibrio fondamentale tra le due aree economiche, e di lasciare fluttuare l'insieme delle loro monete rispetto al dollaro, entro più ampi margini, per assorbire i movimenti di fondi a breve tra le piazze americane e quelle europee. In quel contesto si sono anche confrontate le tesi di coloro che ritengono necessaria una modifica dello statuto del FMI e di quanti sostengono che, una volta che si sia deciso nel merito, sia sufficiente allo scopo una enunciazione di direttive da parte del Fondo.

Nel corso della riunione trimestrale dei Ministri finanziari e dei Governatori della CEE, tenutasi in aprile ad Amburgo, si era fatta strada l'esigenza che venisse formulata al più presto, possibilmente nel corso dell'estate, una posizione comune dei Sei su queste proposte per poter riaprire il dibattito in maniera costruttiva nell'ambito del Gruppo dei Dieci e del Fondo; ma la crisi monetaria, che ai primi di maggio ha investito i mercati valutari, ha riproposto il problema sotto nuovi aspetti di cui è ancora prematuro prevedere tutte le implicazioni.

La cooperazione in sede CEE. — Durante l'anno passato e nei primi mesi di quello in corso, le iniziative nel campo della cooperazione internazionale si sono in larga parte incentrate sull'accelerazione del

processo di integrazione europea, sotto l'impulso delle decisioni prese dai capi di Stato e di governo nella Conferenza dell'Aja, della quale si è riferito nella precedente Relazione, e per l'esigenza di realizzare pienamente gli obiettivi previsti dal Trattato di Roma, che configura la Comunità come un complesso più omogeneo di quel che non sia l'attuale unione tariffaria completata con una politica agricola comune.

Queste iniziative, che trovano costanti motivi di ispirazione nelle correnti di pensiero favorevoli agli ideali dell'unità politica dell'Europa, sono state d'altronde suggerite dalle stesse vicende economiche e monetarie manifestatesi negli anni più recenti, sia all'interno della Comunità, sia al di fuori di essa.

I disordini monetari che negli anni 1968 e 1969 precedettero l'aggiustamento della parità del franco francese e del marco tedesco avevano mostrato l'impossibilità di procedere sulla via della integrazione e, anzi, i pericoli di arretramento rispetto ai risultati già conseguiti, in assenza di una più approfondita convergenza delle politiche economiche dei paesi membri, atta ad assicurare la compatibilità delle rispettive evoluzioni congiunturali, e ove permanessero certe disparità di carattere strutturale e regionale.

I risultati dei lavori condotti dal gruppo di esperti presieduto dal primo ministro lussemburghese Werner per la elaborazione di un piano inteso a realizzare un'Unione economica e monetaria in Europa, fatti propri dalla Commissione CEE nella misura considerata idonea ad ottenere l'approvazione da parte dei governi dei sei Stati membri, sono stati sottoposti al Consiglio della Comunità sotto forma di un progetto di risoluzione, che riassume nelle grandi linee l'obiettivo finale del piano nonché i risultati da raggiungere nel corso della sua prima fase di attuazione, e di due progetti di decisione, riflettenti le misure da prendere per dare inizio all'applicazione della risoluzione stessa.

Il Consiglio ha trovato un accordo su queste proposte nella riunione dell'8 e 9 febbraio 1971, nel corso della quale ha anche approvato il programma comunitario di politica economica a medio termine per gli anni 1971-75 ed il meccanismo di concorso finanziario a medio termine tra gli Stati membri; provvedimenti questi che, seppure in via di elaborazione già prima della Conferenza dell'Aja, vanno considerati come parte integrante delle decisioni concernenti l'Unione economica e monetaria.

Il programma di politica economica a medio termine, oltre a suggerire una strategia economica globale per la Comunità ed i singoli Stati, definisce in forma quantitativa gli orientamenti ai quali occorrerebbe ispirarsi in materia di prezzi, transazioni con l'estero, prodotto nazionale lordo e occupazione, per assicurare la compatibilità tra le evoluzioni economiche dei paesi membri. Dei quattro indicatori, il più significativo è quello dei prezzi, anche perché le previsioni autonomamente elaborate in materia a livello nazionale rivelano scarti tra i diversi paesi che, approssimandosi in qualche caso a due punti percentuali all'anno, sfiorano il limite dell'incompatibilità nel più lungo periodo in assenza di aggiustamenti di cambio. Il programma considera un tasso annuo medio di aumento dei prezzi nella Comunità del 2,5-3 per cento, leggermente inferiore, cioè, all'ipotesi accolta per i prezzi internazionali, per tener conto della volontà espressa alla Conferenza dell'Aja di fare della Comunità stessa una zona di stabilità.

Del meccanismo di concorso finanziario a medio termine, il quale, una volta ottenute le ratifiche parlamentari, entrerà in vigore per una durata di 4 anni rinnovabile a scadenza di quinquennio in quinquennio, potrà giovare lo Stato membro che abbia a far fronte a difficoltà o a gravi minacce di difficoltà di bilancia dei pagamenti. L'importo globale degli impegni ammonta, nel controvalore, a 2 miliardi di dollari, dei quali 400 milioni rappresentano il massimale d'impegno dell'Italia. A differenza di quanto previsto per il meccanismo di sostegno monetario a breve termine istituito l'anno scorso fra le banche centrali, non è indicato alcun limite individuale di indebitamento. L'ammontare del credito ottenibile, di una durata compresa tra 2 e 5 anni (tra 2 e 3 anni per il primo triennio di applicazione del sistema), è deciso caso per caso dal Consiglio a maggioranza qualificata. Norme particolari prevedono varie possibilità di mobilizzo dei crediti concessi, nonché la dispensa dalla partecipazione ai finanziamenti per i paesi che facciano appello all'esistenza di proprie difficoltà attuali o potenziali di bilancia dei pagamenti, e ciò dietro semplice loro richiesta.

Con gli accordi presi in seno al Consiglio, i sei paesi hanno espresso la volontà politica di attuare l'Unione economica e monetaria nel corso dei prossimi dieci anni e di intraprendere a tale fine, in una prima fase della durata di tre anni a decorrere dal 1° gennaio 1971, un complesso di azioni di carattere economico e monetario, con l'intesa che, per favorire l'esecuzione armonica del piano di unione e per assicurare il parallelismo fra le diverse azioni, la validità delle disposizioni di carattere monetario e del meccanismo di concorso finanziario a medio termine sarà di cinque anni e si protrarrà oltre questo termine solo se nel frattempo sarà stato raggiunto un accordo per il passaggio alla seconda fase.

Oltre a garantire il parallelismo tra progressi monetari e progressi economici, il ricorso a questa *clausola di prudenza* ha consentito di superare nel solo modo apparso per il momento possibile le divergenze di vedute tra coloro, i più, che considerando indispensabili ai fini della realizzazione dell'Unione economica e monetaria un adeguato trasferimento di competenze decisionali dal livello nazionale a quello comunitario e, quindi, l'assunzione, da parte dell'organo decisionale della Comu-

nità, della responsabilità politica verso un parlamento europeo democraticamente eletto, ritenevano che un comune impegno su questi problemi avrebbe dovuto essere assunto fin dall'inizio, e coloro invece che proponevano di realizzare per intanto gli obiettivi della prima tappa senza preoccuparsi di affrontare scelte di ordine istituzionale e politico. La soluzione di questo problema, che è fondamentale perché implica l'accettazione da parte dei paesi europei di una parziale rinuncia alle sovranità nazionali in campo economico a favore di una più concreta sovranità collegiale, è stata così praticamente rinviata alla fine della prima tappa, con un margine supplementare di due anni di attesa per la maturazione di una decisione al riguardo.

La formulazione accolta per l'obiettivo finale da realizzare nel decennio corrisponde alla definizione degli elementi considerati come minimo indispensabile all'esistenza di una Unione economica e monetaria completa.

Al termine del processo integrativo, la Comunità dovrà costituire una zona entro la quale le persone, i beni, i servizi, i capitali circoleranno liberamente, senza distorsioni di concorrenza ma senza per questo provocare squilibri strutturali o regionali, e in condizioni tali da permettere agli operatori economici di sviluppare le proprie attività su scala comunitaria. Tale zona dovrà formare, nell'ambito del sistema monetario internazionale, un complesso monetario dotato di individualità propria, caratterizzato dalla convertibilità totale e irreversibile delle monete, dall'eliminazione dei margini di fluttuazione dei corsi di cambio, dalla fissazione irrevocabile dei rapporti di parità, condizioni indispensabili per la creazione di una moneta unica e che richiedono un'organizzazione comune delle banche centrali dei paesi della CEE. La Comunità dovrà disporre nel campo economico e monetario delle competenze e delle responsabilità che consentano alle sue istituzioni di assicurare la gestione dell'Unione. A questo fine, saranno prese decisioni di politica economica a livello comunitario e saranno attribuiti poteri alle istituzioni della CEE nelle forme e nelle misure necessarie per la coesione dell'Unione e per l'efficacia della sua azione.

Le politiche comunitarie saranno sottoposte alle deliberazioni e al controllo del Parlamento europeo. L'organizzazione comune delle banche centrali concorrerà alla realizzazione dell'obiettivo di stabilità e di sviluppo dell'Unione nell'ambito delle proprie responsabilità.

In base alla risoluzione del Consiglio, le misure da prendere dovrebbero interessare le politiche di bilancio e fiscali per le loro funzioni di mantenimento della stabilità e dello sviluppo, le necessarie iniziative strutturali e regionali, nonché la politica monetaria e del credito e la politica del mercato dei capitali.

Le azioni di cui è previsto il compimento nel corso della prima tappa triennale richiedono l'attuazione di provvedimenti già suscettibili di incidere nella vita economica dei paesi della CEE, in quanto riguar-

dano il coordinamento delle politiche a breve termine, un adattamento dei sistemi fiscali da realizzare attraverso l'armonizzazione dell'IVA, delle accise e di taluni tipi di imposte suscettibili di influire direttamente sui movimenti di capitali all'interno della Comunità, l'attuazione delle misure di politica regionale e di politica strutturale necessarie per avviare a soluzione i problemi considerati prioritari, nonché l'armonizzazione delle politiche monetarie e di quelle relative ai mercati finanziari.

Per quanto riguarda, in particolare, il settore monetario, in base alla risoluzione del Consiglio, dovrà essere rafforzato il coordinamento delle politiche della moneta e del credito attraverso l'intensificazione delle consultazioni preventive e obbligatorie da tenere in seno al Comitato monetario e al Comitato dei governatori delle banche centrali nel rispetto degli orientamenti generali definiti dal Consiglio. Su questa materia verte la seconda delle decisioni citate, la quale prevede che le banche centrali, nei limiti delle loro competenze e nell'ambito delle loro responsabilità, fissino le linee generali di condotta che ciascuna seguirà per regolare la liquidità bancaria, le condizioni della distribuzione del credito e il livello dei tassi di interesse. I paesi della CEE dovranno inoltre assumere progressivamente posizioni comuni nei rapporti monetari con i paesi terzi e le organizzazioni internazionali e, in particolare, non dovranno avvalersi, nei rapporti reciproci, di eventuali disposizioni che permettano una maggiore flessibilità nel sistema internazionale dei cambi. Le banche centrali sono state invitate a mantenere, fin dall'inizio della tappa e a titolo sperimentale, le fluttuazioni dei corsi di cambio tra le monete comunitarie entro limiti più ristretti di quelli risultanti dall'applicazione dei margini previsti per il dollaro USA attraverso un'azione concertata su tale moneta, mentre ulteriori passi in questa direzione (passaggio da un regime di fatto a un regime di diritto, interventi in monete comunitarie, altri restringimenti dei margini) da subordinare ad effettivi progressi nell'armonizzazione della politica economica, potranno essere studiati sulla base dei rapporti che il Comitato dei governatori farà in materia, due volte l'anno, al Consiglio e alla Commissione. Lo stesso Comitato, unitamente al Comitato monetario, preparerà entro il 30 giugno 1972 un rapporto sull'organizzazione, le funzioni e lo statuto di un *Fondo europeo di cooperazione monetaria* destinato ad integrarsi nell'istituenda organizzazione comunitaria delle banche centrali.

In materia di circolazione dei capitali, una direttiva del Consiglio fisserà le modalità per una progressiva liberalizzazione delle emissioni e la soppressione delle discriminazioni riguardanti l'introduzione in borsa dei valori mobiliari emessi da residenti di altri paesi membri. Sarà anche studiata una analoga liberalizzazione per la concessione di crediti a medio e lungo termine per il finanziamento degli investimenti in altri paesi membri. Verrà infine stabilita una procedura per il progressivo coordinamento delle politiche relative ai mercati finanziari.

Il Comitato dei governatori, nella riunione del 19 aprile scorso, aveva deciso di dare inizio il 15 giugno prossimo alla fase sperimentale di riduzione dei margini intracomunitari, mantenendo le fluttuazioni delle monete CEE entro lo 0,6 per cento al di sopra o al di sotto di un certo livello, definito come *livello comunitario del dollaro* e stabilito la procedura per fissarlo all'inizio dell'esperimento e per modificarlo eventualmente in seguito. All'indomani degli avvenimenti monetari di questo mese la decisione anzidetta è stata temporaneamente sospesa.

E' stato inoltre deciso di dare avvio ad una concertazione giornaliera degli interventi in cambi da parte delle banche centrali, necessaria per l'attuazione della nuova politica valutaria della CEE, e di uniformare allo stesso scopo, con decorrenza dal 3 maggio scorso, gli orari dei mercati valutari.

Tra le azioni di carattere più propriamente economico, uno speciale interesse per la politica monetaria italiana riveste l'armonizzazione delle imposte atte ad esercitare un'influenza diretta sui movimenti di capitali e, in particolare, l'armonizzazione del regime fiscale applicato agli interessi dei titoli a reddito fisso e ai dividendi azionari.

Invero, il diverso trattamento fiscale di questi cespiti nei vari paesi ha rappresentato una tra le cause più importanti dei deflussi di capitali italiani registrati nel 1963 e dal 1965 a oggi, con punte elevatissime nel 1969, specie sotto forma di espatrio di banconote e investimenti di portafoglio. Ma poiché la maggior parte delle esportazioni di capitali, e particolarmente di quelle più sensibili agli stimoli fiscali, si è indirizzata verso paesi terzi, è da ritenere che la prevista armonizzazione comunitaria, di per sé, potrà forse ridurre, ma non eliminare il fenomeno. Si osserva, d'altra parte, che nessuna specifica disposizione è stata inserita nell'agenda della prima fase (né, finora, in quella relativa al completamento dell'Unione) per evitare che le misure tendenti ad assicurare la libera circolazione dei capitali all'interno della CEE favoriscano incontrollati deflussi di capitali, attraverso il paese più aperto verso l'esterno.

In definitiva, l'analisi delle decisioni prese dal Consiglio in merito alla Unione economica e monetaria mostra come gli accordi raggiunti, più che costituire l'atto finale di una trattativa, rappresentino l'apertura di una serie di difficili negoziati, attraverso i quali si dovrà aver cura di garantire che i problemi economici posti dall'integrazione vengano risolti non soltanto in termini di massimizzazione del reddito, ma anche in funzione del benessere da promuovere nel complesso dell'area e nelle sue diverse regioni.

Un'altra trattativa, il cui esito potrà esercitare un'influenza determinante sulla configurazione finale e sul processo di creazione dell'Unione economica e monetaria, nonché, più in generale, sui rapporti commerciali e finanziari internazionali, è quella che da vari mesi si sta conducendo per l'adesione alla CEE della Gran Bretagna e di altri paesi candidati.

Un'area europea che includesse anche Gran Bretagna, Danimarca, Irlanda e Norvegia, per semplice addizione e senza quindi tener conto degli effetti di scala, fornirebbe un prodotto lordo pari al 60 per cento di quello degli Stati Uniti e parteciperebbe al commercio mondiale per una quota largamente superiore a quella americana.

Per il periodo successivo alla fase di transizione, la Gran Bretagna ha già dichiarato di accettare il Trattato di Roma e le decisioni prese dopo la sua entrata in vigore; essa ha anche espresso il suo accordo sugli sviluppi dell'integrazione decisi con i provvedimenti relativi all'Unione economica e monetaria. Le trattative si sono quindi incentrate sulla durata e sulla definizione degli impegni concernenti il periodo transitorio. In linea generale, è stato concordato che questo periodo sarà di cinque anni, con inizio dal 1973. Da parte inglese si è chiesto un prolungamento di tre anni per la partecipazione finanziaria al bilancio comunitario, sulla quale persiste qualche divergenza di vedute, nonostante i positivi risultati degli incontri a Bruxelles di questo mese di maggio, circa l'entità iniziale della quota e la progressione annuale d'incremento nel corso del periodo stesso.

Per quanto concerne i saldi in sterline, è stata raggiunta a Basilea un'intesa di principio, fra i governatori delle banche centrali dei paesi interessati, per il rinnovo nel prossimo settembre, per altri due anni e senza modificazioni, degli accordi conclusi nel 1968 per limitare l'incidenza sulle riserve del Regno Unito di eventuali conversioni di averi in questa moneta da parte di paesi dell'area della sterlina. Al riguardo, occorre dire che negli ultimi tre anni, a seguito degli incrementi delle riserve di quei paesi, gli averi in sterline di loro pertinenza sono aumentati, ma se ne è notevolmente ridotta la proporzione rispetto al totale delle riserve; nel contempo, grazie al soddisfacente andamento della bilancia dei pagamenti, il Regno Unito è stato in grado di rimborsare una parte ragguardevole dei debiti contratti con il FMI, oltre che la totalità di quelli assunti a breve termine verso banche centrali estere.

La cooperazione internazionale in favore dei paesi in via di sviluppo. — Nell'ottobre 1970, l'Assemblea generale dell'ONU ha approvato la cosiddetta strategia del secondo decennio per lo sviluppo (1971-1980) che può essere considerata il primo esperimento di pianificazione a livello internazionale della crescita economica. L'obiettivo centrale è il conseguimento di un tasso medio di espansione del prodotto nazionale lordo dei paesi emergenti pari al 6 per cento, al quale dovranno contribuire sia la mobilitazione delle risorse interne di quei paesi, sia l'assistenza finanziaria dei paesi economicamente più avanzati.

Per quanto concerne le risorse interne, si ritiene necessario che il risparmio nazionale lordo dei paesi emergenti aumenti a un ritmo tale da rappresentare, alla fine del decennio, il 20 per cento del prodotto nazionale lordo. Quanto ai contributi finanziari dei paesi industriali, gli

aiuti pubblici netti dovrebbero corrispondere come minimo allo 0,7 per cento del loro prodotto nazionale lordo, mentre non vengono apportate variazioni all'obiettivo globale già riconosciuto valido dall'UNCTAD (il cosiddetto obiettivo dell'1 per cento del PNL), per il cui conseguimento viene fissato come termine ultimo l'anno 1975. Nel corso del decennio, dovrà essere ulteriormente potenziata l'attività delle organizzazioni multilaterali di assistenza allo sviluppo; al riguardo, assume importanza l'intenzione, espressa nel documento che formula la strategia, di esaminare in maniera approfondita la possibilità di istituire un legame tra creazione di liquidità internazionale e aiuti allo sviluppo.

Negli ultimi anni, l'argomento del legame tra diritti speciali di prelievo e finanziamento dello sviluppo, attualmente oggetto di studi in sede FMI e BIRS, ha ricevuto ampia considerazione in sede accademica e presso le organizzazioni internazionali specializzate; peraltro sussistono opinioni divergenti sull'applicabilità e sulle probabili conseguenze. Coloro che sono contrari all'istituzione del legame pongono l'accento sui possibili effetti inflazionistici e sulla non prevedibile distribuzione degli oneri di finanziamento gravanti sui paesi donatori. Inoltre, si afferma, vi è il pericolo che, una volta instaurato il legame, la creazione di nuove riserve venga a dipendere da fattori non strettamente riflettenti le sole esigenze di liquidità del sistema monetario internazionale.

Coloro che sono a favore del legame negano l'effetto inflazionistico o lo considerano facilmente controllabile con gli strumenti a disposizione della comunità internazionale e tendono a far risaltare i vantaggi sotto il profilo della continuità e della qualità dell'assistenza finanziaria allo sviluppo. A questo proposito, è rilevante la questione se il legame debba essere organico e quindi debba tradursi in una riforma dello statuto del FMI come vorrebbero alcuni, o se sia preferibile un legame non organico, come quello delineato anche in alcune proposte italiane descritte nella precedente Relazione.

Nel corso del 1970, l'attività degli organismi finanziari per lo sviluppo, internazionali e regionali, ha continuato ad espandersi, mentre, allo stesso tempo, sono stati definiti o sono allo studio alcuni provvedimenti per potenziare le risorse di cui essi dispongono.

La BIRS ha concesso 68 prestiti a 37 paesi per oltre 1,6 miliardi di dollari (contro 1,1 miliardi nel 1969) ed ha trasferito all'IDA, a titolo di donazione, 100 milioni di dollari. Gli esborsi nel periodo ammontano a 876 milioni. La emissione di titoli da parte della Banca ha raggiunto il volume di 1 miliardo di

dollari, che, al netto dei rimborsi durante il 1970, ha consentito un aumento delle disponibilità di oltre 600 milioni. Entro il mese di novembre dell'anno in corso dovrebbero essere completate le sottoscrizioni relative all'aumento delle quote di partecipazione al capitale della Banca, di cui si è riferito nella precedente Relazione.

L'IDA ha concesso 59 crediti a 35 paesi per 605 milioni di dollari (462 milioni nel 1969) ed ha effettuato esborsi per circa 160 milioni. Nel febbraio scorso è stato approvato dai Governatori dei paesi membri il provvedimento relativo alla terza ricostituzione delle risorse di questa istituzione. Esso prevede il versamento all'IDA di complessivi 2.439 milioni di dollari circa, da effettuarsi in tre rate annue, con inizio dal 1971. Il contributo dell'Italia è di circa 97 milioni di dollari.

La Società Finanziaria Internazionale ha effettuato 28 investimenti in 21 paesi, assumendo impegni per 113 milioni di dollari (88 milioni nel 1969); gli esborsi ammontano a circa 76 milioni.

La Banca Asiatica di Sviluppo ha concesso 32 prestiti per circa 245 milioni di dollari, ivi comprese le operazioni effettuate attingendo ai Fondi speciali. Le emissioni di titoli sono state pari a 22 milioni di dollari, collocati sul mercato giapponese e in Austria.

Il Banco interamericano di sviluppo ha concesso finanziamenti per 644 milioni di dollari, effettuando esborsi per 428 milioni. Mentre si sono completate le sottoscrizioni all'aumento deciso nel 1968 per un miliardo di dollari, nel dicembre scorso è stato approvato un nuovo aumento del capitale di questa istituzione e delle risorse del suo Fondo per le operazioni speciali, per un totale di 3,5 miliardi di dollari. La maggior parte dei versamenti relativi dovrebbe essere effettuata dai paesi membri entro il 1973.

La BEI ha concesso 54 prestiti per complessivi 355 milioni di dollari, dei quali il 60 per cento circa in favore dell'Italia. La Banca si è approvvigionata sui mercati internazionali effettuando sette emissioni di titoli per circa 170 milioni di dollari. Nel gennaio di quest'anno è stata eseguita un'emissione per 50 milioni di dollari a tasso d'interesse variabile su base semestrale. Nella riunione di Amburgo, i Ministri finanziari della CEE, nella veste di governatori della BEI, hanno deciso di aumentare del 50 per cento il capitale della Banca, da 1 a 1,5 miliardi di unità di conto, al fine di ampliare le sue capacità di prestito.

L'intervento del FMI in favore dei paesi produttori di materie prime si è svolto nel quadro dei finanziamenti compensativi (i prelievi in essere al 31 dicembre 1970 ammontavano a circa 168 milioni di dollari ripartiti fra 14 paesi); il Fondo ha inoltre reso noto che, dal luglio prossimo, i paesi aderenti al quarto accordo internazionale per lo stagno potranno usufruire della facilitazione creditizia per il finanziamento degli impegni assunti relativamente alla costituzione di scorte cuscinetto (*buffer stocks*); sarebbe questo il primo caso in cui verrebbe utilizzata questa facilitazione, istituita nel 1969.

La cooperazione nei paesi socialisti. — Nel quadro della cooperazione economica fra i paesi del COMECON è stata fondata nel 1970 la Banca internazionale degli investimenti, che dovrebbe svolgere nei prossimi anni un ruolo importante nel finanziare nei paesi membri i progetti di investimento che interessino l'insieme della Comunità. La decisione di istituire la Banca è stata presa nel luglio del 1970, ma essa ha iniziato la sua attività il 1^o gennaio dell'anno in corso. Il capitale

nominale ammonta a un miliardo di rubli, di cui il 30 per cento è costituito da oro e valute convertibili, al fine di facilitare l'acquisto di impianti e licenze nei paesi occidentali. Ad esso l'Unione Sovietica partecipa per il 40 per cento, la Repubblica Democratica Tedesca per il 18 per cento e gli altri sei paesi del COMECON per la quota residua. La Banca ha anche la facoltà di emettere obbligazioni sui mercati internazionali.

A questo riguardo, dalle informazioni disponibili, si evince il crescente interesse delle autorità di quei paesi per una migliore conoscenza dei meccanismi finanziari utilizzati in occidente. Si va facendo strada fra loro il riconoscimento della necessità che i crediti a medio termine accumulati dai paesi occidentali nel finanziamento di forniture di beni strumentali siano in qualche modo assistiti da una clausola di mobilizzo, in un quadro multilaterale o almeno in quello più ristretto dei rapporti bilaterali, che consenta al paese creditore di rientrare temporaneamente nella disponibilità di una parte dei suoi fondi in caso di necessità di bilancia dei pagamenti.

II. — L'ECONOMIA ITALIANA

L'ANDAMENTO CONGIUNTURALE E IL BILANCIO ECONOMICO NAZIONALE

L'evoluzione congiunturale nell'anno. — Le aspettative inflazionistiche che all'inizio dell'anno condizionavano la politica economica dei maggiori paesi industriali erano molto vive anche in Italia. Contribuivano ad accentuarle l'attesa degli effetti che gli importanti rinnovi contrattuali della fine del 1969 avrebbero esercitato sull'evoluzione dei costi di lavoro e i conseguenti dubbi circa la capacità del sistema di conseguire rapidamente e senza gravi scosse nuovi equilibri. Il sintomo più evidente delle tensioni esistenti nel sistema economico era costituito dall'aumento dei prezzi, che all'inizio del 1970 già superava sensibilmente quel tasso del 6 per cento in ragione annua indicato come limite di guardia per l'economia.

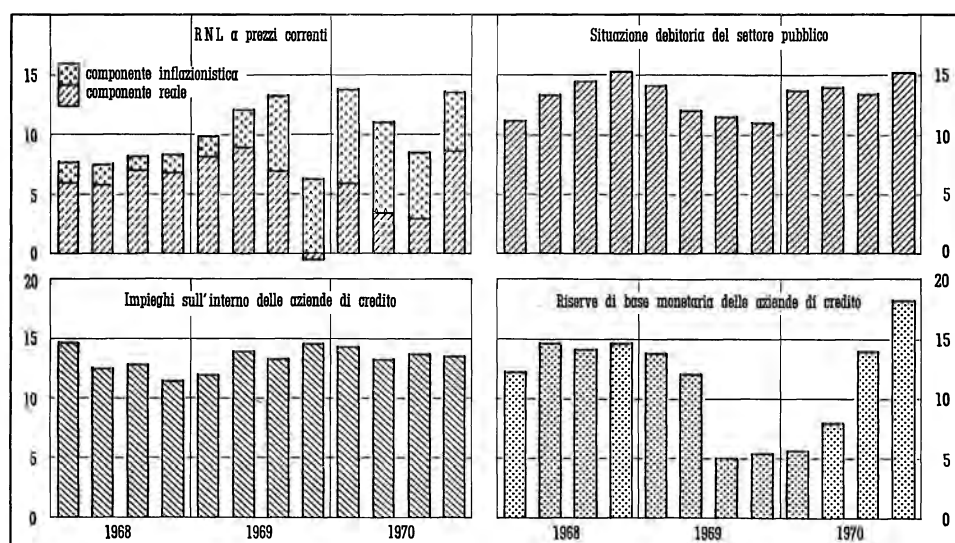
Ulteriori motivi di preoccupazione derivavano dallo stato della bilancia dei pagamenti che, da oltre un anno negativamente influenzata da un rilevante esodo di capitali, era sensibilmente peggiorata anche dal lato delle partite correnti in conseguenza della caduta della produzione nell'ultimo trimestre del 1969.

Dal lato della finanza pubblica, infine, le prospettive di una ulteriore espansione dell'indebitamento della Pubblica Amministrazione davano luogo a molte perplessità sulla possibilità di conciliare le esigenze finanziarie dello Stato con quelle dei settori produttivi.

Nello stesso tempo non mancavano aspettative di una sostenuta evoluzione produttiva in relazione sia alle previsioni di recupero dell'attività industriale, a compensazione dei vuoti precedenti, sia ad una spinta dei consumi e degli investimenti, derivante per i primi dagli elevati aumenti retributivi e per i secondi, nonostante la prevedibile caduta di quelli in costruzioni, dalla necessità di adeguare le tecnologie e le dimensioni degli impianti esistenti, nonché quella di sviluppare il processo di industrializzazione del Mezzogiorno.

Dal lato monetario la situazione di minore liquidità delle aziende di credito, conseguente alla rallentata creazione di base monetaria del secondo semestre 1969, non appariva tale da produrre una riduzione del tasso di espansione degli impieghi interni, il cui più rapido accrescimento, d'altra parte, avrebbe verosimilmente implicato l'ulteriore aumento della componente inflazionistica nello sviluppo del reddito nazionale, già divenuta preponderante, rispetto a quella reale, nella seconda parte del 1969 (fig. 8).

FIG. 8



Evoluzione del reddito nazionale lordo e di alcuni aggregati finanziari

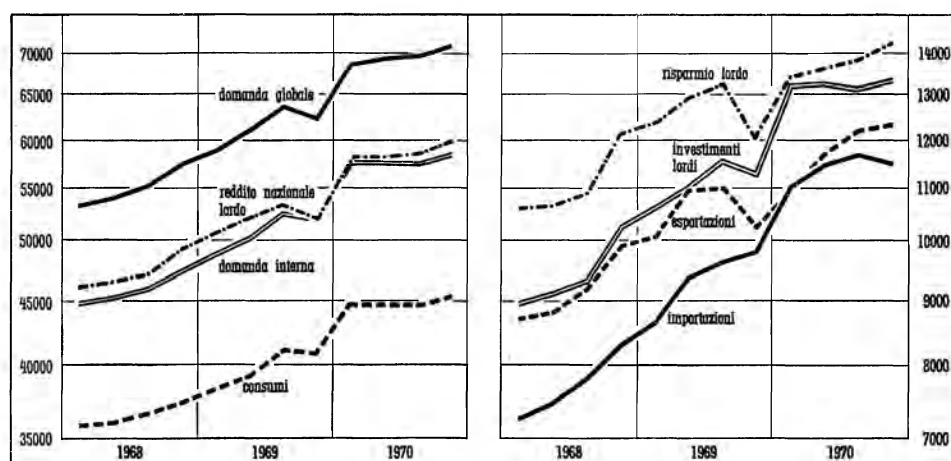
(variazioni percentuali di ogni trimestre sul corrispondente dell'anno precedente; per gli impieghi delle aziende di credito, la base monetaria e la situazione debitoria del settore pubblico, le variazioni sono calcolate sulle situazioni medie trimestrali)

I risultati economici del primo trimestre dell'anno sembravano dare una risposta positiva alle aspettative di ripresa della produzione, anche se non nella misura desiderata; nello stesso tempo, dal lato della domanda, si aveva un forte sviluppo, sia dei consumi privati sia degli investimenti, che si traduceva in un ulteriore peggioramento del saldo merci e servizi (fig. 9). Continuavano intanto a manifestarsi forti tensioni nei prezzi.

Sempre nel corso del primo trimestre aveva inizio la parabola discendente del ciclo dell'edilizia, artificiosamente creato dalla legge-ponte; i suoi primi effetti si manifestavano attraverso una minore domanda di materiali per costruzioni e costituivano i prodromi di un mutamento congiunturale che in breve tempo si sarebbe esteso, anche se in misura minore, all'intera economia.

Al secondo trimestre dell'anno risalgono infatti i primi segni, solo più tardi pienamente avvertiti per gli inevitabili ritardi delle conoscenze statistiche, che l'accelerazione dei mesi precedenti, sia degli investimenti sia dei consumi, era il risultato di recuperi e di decisioni rinviate dalla fine del 1969. Nello stesso tempo il sistema mostrava di risentire di una certa cautela sia dei consumatori sia delle imprese, connessa con i motivi di incertezza che derivavano dalle perduranti tensioni nei rapporti aziendali.

FIG. 9



Dinamica della domanda, dell'offerta e delle loro componenti

(stime trimestrali, in ragione d'anno e in miliardi di lire correnti, depurate dalle variazioni stagionali; scala logaritmica)

Il deterioramento di questi ultimi concorreva con l'incerto stato della domanda a determinare una contrazione dell'attività produttiva e un rallentato sviluppo della produttività. La minore formazione di reddito che ne conseguiva si traduceva a sua volta in un ulteriore indebolimento della domanda per consumi, nonostante si mantenesse elevata l'occupazione extra-agricola aumentata per compensare i più brevi orari di lavoro.

All'inizio del terzo trimestre le difficoltà del sistema economico venivano accentuate dal sopravvenire della crisi valutaria provocata dai timori di svalutazione della lira insorti per motivi connessi alla situazione politica. Gli investimenti in macchine e attrezzature rallentavano ulteriormente, anche per le difficoltà che le imprese incontravano nel fronteggiare una situazione di livello decrescente di autofinanziamento e nell'ampliare il ricorso alle fonti esterne, reso più gravoso dagli elevati costi; i consumi, da parte loro, rimanevano pressoché

stazionari. La produzione industriale diminuiva ancora rispetto ai già bassi livelli del trimestre precedente.

I riflessi dell'evoluzione comparata della domanda e dell'offerta interna si manifestavano, dal lato degli scambi con l'estero, nel ritorno ad un saldo positivo delle merci e dei servizi; da quello dei prezzi, in un rallentamento del loro moto ascendente, delineatosi già nella tarda primavera, principalmente per le flessioni delle quotazioni delle materie prime e per il buon andamento del settore agricolo; il rallentamento interessava in misura minore i prodotti industriali, sui quali le imprese, approfittando degli allentati vincoli della concorrenza estera determinati dalla generale situazione inflazionistica, potevano continuare a trasferire parte degli accresciuti costi.

In questa situazione, non appena risolta la crisi di governo, veniva intrapresa un'azione di politica economica, che prendeva l'avvio con un orientamento più espansivo della condotta monetaria e proseguiva con l'adozione di un complesso di misure, contenuto nel D.L. n. 621 del 27 agosto 1970. Questo si proponeva di riqualificare la domanda, orientando un più ampio volume di risorse verso gli investimenti produttivi e verso la realizzazione di importanti riforme sociali, sostenute anche dall'impulso di un vasto movimento sindacale, ma non poteva avere effetti sostanziali sull'evoluzione congiunturale dell'ultimo trimestre dell'anno sia per le incertezze che ne accompagnavano l'« iter », sia per il limitato periodo in cui aveva modo di svolgere la sua azione.

In questo trimestre, peraltro, la domanda per consumi e per investimenti accennava a un miglioramento, al quale faceva riscontro una ripresa, di poco maggiore, dal lato dell'offerta. L'avanzo con l'estero di merci e servizi, già in aumento dalla primavera in connessione con le maggiori incertezze che aveva presentato l'andamento della domanda rispetto a quello dell'offerta, si accresceva ulteriormente. I prezzi ingrosso, invece, dopo la stasi del trimestre precedente, riprendevano a salire, anche se in misura più attenuata rispetto alla prima metà dell'anno.

Bilancio economico nazionale e prospettive per il 1971. — I risultati dell'anno espressi dal bilancio economico nazionale riflettono solo in parte l'insoddisfacente andamento congiunturale. In particolare non mostrano il rallentamento formatosi progressivamente nello sviluppo della domanda interna. Sulle medie annue risulta infatti uno sviluppo di quest'ultima superiore, a prezzi costanti, di quasi un punto a

quello dell'anno precedente; in termini monetari poi, il suo aumento ha ecceduto sensibilmente quello dell'offerta interna reale dell'annata (tav. 17). Lo squilibrio è stato fronteggiato in parte attraverso una forte contrazione del saldo delle merci e servizi, ridottosi per un ammontare di 837 miliardi, pari all' 1,6 per cento del reddito nazionale lordo, ma per la parte maggiore si è tradotto nell'aumento dei prezzi impliciti, che si è commisurato al 6,3 per cento; la minore dinamica dei prezzi all'importazione (4,1 per cento) ha fatto sì che l'aumento di quelli degli impieghi all'interno sia stato leggermente inferiore (5,7 per cento).

A differenza del 1969, quando i prezzi impliciti del reddito nazionale lordo erano cresciuti nella media dell'anno del 4,2 per cento, riflettendo in misura ridotta quello che era stato l'incremento nel corso dell'anno, nel 1970 essi hanno avuto un'opposta evoluzione, segnando uno sviluppo medio superiore a quello congiunturale.

TAV. 17

DOMANDA E OFFERTA GLOBALI
(variazioni percentuali annue)

Voci	a prezzi correnti		a prezzi 1963		prezzi impliciti	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
Domanda:						
consumi	9,2	12,2	5,8	7,2	3,2	4,7
investimenti lordi	18,4	18,8	11,0	8,5	6,7	9,5
domanda interna . . .	11,1	13,6	6,9	7,5	3,9	5,7
esportazioni di merci e servizi	15,9	11,6	13,8	6,0	1,8	5,3
domanda globale . . .	11,9	13,3	8,2	7,2	3,4	5,7
Offerta:						
reddito nazionale lordo	10,3	11,7	5,9	5,1	4,2	6,3
importazioni di merci e servizi	21,5	22,0	20,6	17,2	0,7	4,1

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati in valore assoluto sono riportati nella tavola a 7.

Il rallentamento dello sviluppo emerge invece chiaramente dai confronti fra gli aggregati del bilancio economico nazionale relativi all'ultimo trimestre e quelli dell'intero anno: i livelli delle componenti della domanda interna alla fine del 1970 appaiono infatti solo di poco superiori a quelli medi annui; percentualmente si ragguagliano a poco più dell' 1 per cento rispetto alla media con un rapporto inferiore a quello corrispondente del 1969, nonostante i motivi particolari che avevano condizionato lo sviluppo dell'ultimo trimestre di quell'anno. Un

effetto moderatamente espansivo sulla domanda globale sembra invece provenire, a differenza dell'anno precedente, dalle esportazioni di merci e servizi (tav. 18).

TAV. 18

DINAMICA DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA GLOBALI

(a prezzi correnti)

Voci	Miliardi di lire	Variazioni percentuali			
		4 ^o trim. 69	4 ^o trim. 70	4 ^o trim. 69	4 ^o trim. 70
		4 ^o trim. 68	4 ^o trim. 69	media 1969	media 1970
Domanda:					
consumi	44.624	9,4	10,6	2,6	1,2
investimenti lordi	13.232	10,4	18,4	1,7	1,3
domanda interna . . .	57.856	9,6	12,3	2,4	1,2
esportazioni di merci e servizi	11.787	3,7	20,2	— 3,0	4,5
domanda globale . . .	69.643	8,6	13,6	1,5	1,8
Offerta:					
reddito nazionale lordo	58.244	6,3	13,6	0,3	2,0
importazioni di merci e servizi	11.399	18,7	17,2	5,0	0,8

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese. Per le variazioni percentuali sono state utilizzate stime della Banca d'Italia, trimestrali, depurate dalla stagionalità.

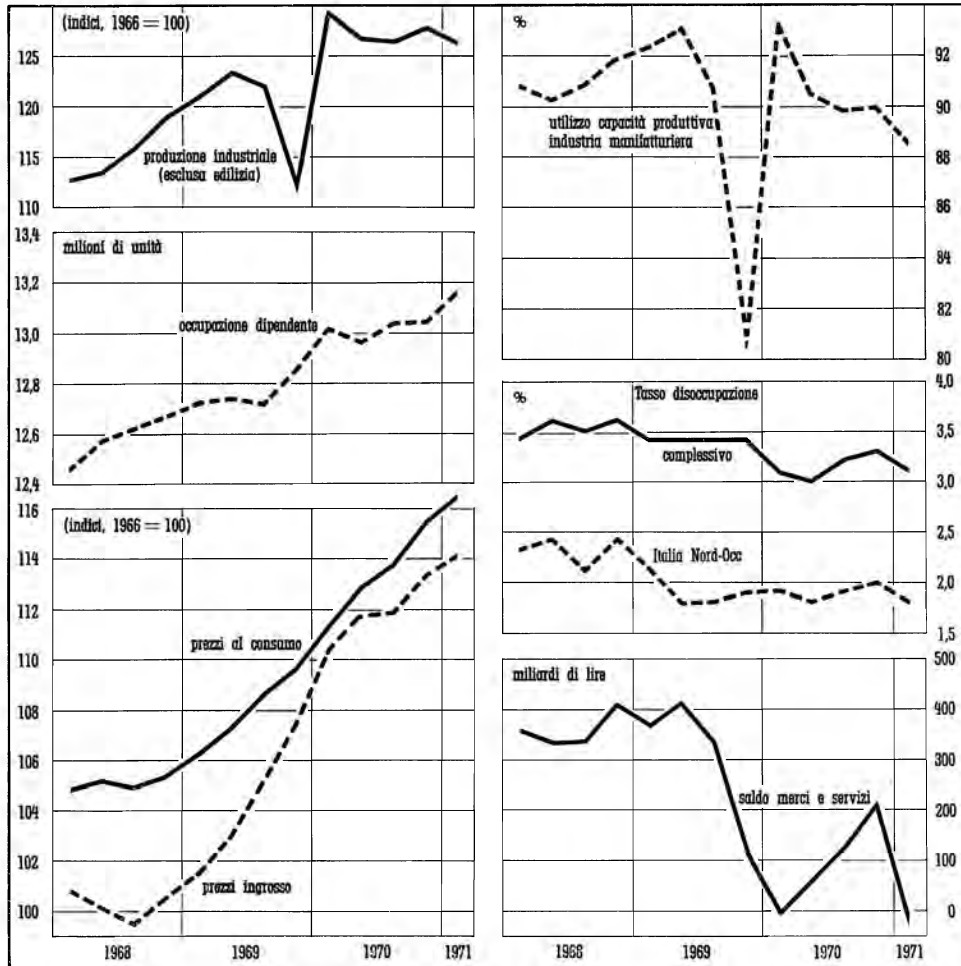
Questa insoddisfacente situazione, che condiziona i risultati del 1971, si è aggravata nei primi mesi del nuovo anno durante i quali l'evoluzione economica è apparsa orientata ad un nuovo rallentamento: l'attività edilizia ha proseguito la sua discesa e la produzione industriale è sensibilmente diminuita, determinando un'ulteriore riduzione della capacità produttiva utilizzata (fig. 10).

Indicazioni alquanto contrastanti provengono invece dai più recenti dati statistici relativi all'occupazione e agli scambi con l'estero.

Quanto al primo aspetto, dalla rilevazione campionaria Istat sulle forze di lavoro di gennaio risulterebbero ancora un aumento degli occupati dipendenti, accompagnato però da un accrescimento del fenomeno della sottoccupazione, e un abbassamento del tasso di disoccupazione; quest'ultima indicazione appare tuttavia in contrasto con quella di un forte incremento degli iscritti alle liste di collocamento del Ministero del Lavoro; quanto al secondo aspetto, con il primo trimestre dell'anno si sarebbe avuto un saldo negativo delle merci e servizi.

Se questi dati fossero confermati, se ne dovrebbe trarre la conclusione dell'esistenza di difficoltà dal lato dell'offerta e particolarmente di una diminuzione della produttività che aggraverebbe i problemi concernenti i costi e i prezzi. Quest'ultimi, dal canto loro, pur

FIG. 10



Andamento di alcuni indicatori economici

Nota. — Dati depurati dalla stagionalità, fatta eccezione per i prezzi; per la capacità produttiva, i prezzi e il saldo merci e servizi: medie trimestrali; per l'occupazione e la disoccupazione: rilevazioni trimestrali Istat.

crescendo a tassi ridotti rispetto a quelli di un anno prima, non sono ancora stabilizzati soprattutto per quanto concerne i prodotti industriali, le cui quotazioni continuano a risentire dell'azione diretta al ristabilimento degli equilibri economici e finanziari interni alle imprese.

Gli indicatori finanziari sembrano denotare una scarsa vivacità della domanda; alla forte espansione della base monetaria non ha infatti

corrisposto un adeguato sviluppo degli impieghi, cosicché la liquidità delle aziende di credito si è portata su valori elevati; nello stesso tempo sono sensibilmente aumentate le erogazioni degli istituti speciali di credito, fatto questo solo apparentemente in contrasto con il precedente se si considera da un lato l'aumento dei prezzi dei beni d'investimento, dall'altro la necessità per le imprese di rimborsare precedenti prefinanziamenti.

Per quanto riguarda la finanza pubblica assumono un rilievo molto maggiore che per il 1970 gli effetti del D.L. n. 621 del 27 agosto 1970. Secondo alcune valutazioni l'incremento del gettito delle imposte indirette, che stime ufficiali prevedono in 460 miliardi, dovrebbe comportare un aumento dell'indice dei prezzi impliciti nella domanda interna privata di circa l' 1 per cento e una riduzione dei consumi privati reali di oltre il doppio. L'ampliamento dei massimali sui contributi per gli assegni familiari e altri provvedimenti minori dovrebbero accrescere il gettito contributivo di 230 miliardi, che graveranno in gran parte sul settore industriale, con un aumento del costo del lavoro di circa l' 1 per cento. Più difficili sono le valutazioni dal lato della spesa, a proposito della quale è noto che le maggiori entrate tributarie saranno destinate per circa un quarto a ridurre i disavanzi degli enti mutualistici e per i rimanenti tre quarti all'avvio della riforma sanitaria.

LA DOMANDA INTERNA

L'azione della finanza pubblica e i provvedimenti anticongiunturali. — Anche nel 1970 i tratti più significativi dell'andamento della finanza pubblica sono stati determinati dall'evoluzione congiunturale. Nel complesso, l'effetto dell'azione dell'operatore pubblico sulla formazione del reddito nazionale a prezzi correnti è stato di scarso rilievo, considerando che appena un ventesimo dell'incremento del reddito è attribuibile alla pubblica amministrazione (tav. 19). Rispetto al-

TAV. 19

EFFETTI DELL'AZIONE DELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE SULLO SVILUPPO DEL REDDITO NAZIONALE LORDO (1)

Voci	1969	1970
INCREMENTO PERCENTUALE DEL R.N.L.	10,3	11,7
imputabile:		
a) al Settore privato e al Resto del Mondo . . .	9,2	11,0
b) alla Pubblica Amministrazione	1,1	0,7
1. Investimenti e trasferimenti in conto capitale alle imprese	0,1	1,0
2. Consumi pubblici	1,9	1,7
3. Prelievo netto	0,3	..
Imposte dirette	- 0,8	- 0,3
Contributi sociali	- 0,7	- 2,1
Trasferimenti netti all'economia (2)	1,8	2,4
4. Imposte indirette al netto dei trasferimenti correnti alle imprese	- 1,2	- 2,0
Imposte indirette	- 1,5	- 1,9
Trasferimenti correnti alle imprese	0,3	- 0,1

Elaborazione Banca d'Italia; circa la metodologia si rinvia all'Appendice della Relazione per il 1969.

(1) I dati in valore assoluto sono riportati nella tavola a 56. — (2) Pari alle prestazioni previdenziali e alle voci citate nella nota dell'anzidetta tavola a 56.

l'anno precedente, tuttavia, tale azione è derivata da un più accentuato aumento della domanda pubblica per investimenti e da una maggiore imposizione fiscale che ha contenuto l'espansione della domanda privata.

Il prelievo fiscale netto non si è sostanzialmente distaccato dal livello del 1969, perché il forte aumento dei contributi sociali è stato compensato dai maggiori trasferimenti correnti alle famiglie e dal

ristagno delle imposte dirette. L'espansione della massa salariale (16 per cento) si è ripercossa immediatamente sul gettito contributivo, il cui aumento (15 per cento) pone in evidenza la notevole elasticità che contraddistingue questa forma impositiva nonostante l'applicazione dei massimali sui contributi per gli assegni familiari.

Il sensibile aumento delle imposte indirette (al netto dei contributi alle imprese), di poco inferiore al 13 per cento, è stato determinato per la maggior parte dall'ampliamento automatico della base imponibile, cosicché il drenaggio di potere d'acquisto dal settore privato è avvenuto senza influire sul livello dei prezzi.

La mancanza di dati trimestrali rende scarsamente significativa un'analisi degli effetti dei provvedimenti decisi l'agosto scorso sull'andamento economico del 1970, per la loro applicazione parziale e limitata nel tempo. Essi si riassumono, dal lato delle entrate, in un maggior gettito delle imposte indirette prossimo ai 100 miliardi e, dal lato della spesa, in maggiori erogazioni per circa 250 miliardi nel corso dell'anno. Appare peraltro difficile valutare l'effetto espansivo di queste ultime sulla domanda, trattandosi essenzialmente di somme destinate a ridurre debiti preesistenti, in particolare le passività degli enti mutualistici relative all'assistenza ospedaliera.

Reddito disponibile delle famiglie e consumi privati. — Il flusso del reddito disponibile delle famiglie ha continuato a espandersi nel 1970 ad un tasso pari all'incirca a quello dell'anno precedente, principalmente per l'apporto dei redditi dei dipendenti del settore privato. I redditi da lavoro del settore pubblico hanno infatti presentato incrementi moderati e così sembra sia avvenuto anche per i redditi misti; inoltre l'effetto netto del prelievo fiscale e parafiscale e dei trasferimenti della pubblica amministrazione sulle disponibilità delle famiglie è stato di entità trascurabile (tav. 20).

Lo spostamento della distribuzione del reddito verso il lavoro dipendente ha concorso a determinare un aumento della spesa per consumi privati, commisuratosi al 13,2 per cento (tav. 21), sensibilmente maggiore di quello del 1969 e più che proporzionale all'aumento del reddito disponibile, cosicché la propensione media al consumo, declinante da due anni, è salita di oltre un punto. L'effetto della modificata distribuzione del reddito sembra peraltro essere stato attenuato dall'azione di contenimento che l'aumento dei prezzi del 1970 ha esercitato sulla consistenza reale della ricchezza finanziaria delle famiglie (figg. 11 e 12).

REDDITO DISPONIBILE DELLE FAMIGLIE

Voci	Miliardi di lire			Variazioni percentuali	
	1968	1969	1970	$\frac{1969}{1968}$	$\frac{1970}{1969}$
REDDITI	36.469	40.451	45.162	10,9	11,6
da lavoro dipendente (1)	21.764	24.032	27.955	10,4	16,3
settore: <i>privato</i>	16.882	18.780	22.356	11,2	19,0
<i>pubblico</i>	4.602	4.927	5.278	7,1	7,1
<i>netti dall'estero</i>	280	325	321	16,1	- 1,2
misti imprenditori individuali (2)	11.077	12.384	12.694	11,8	2,5
da capitale	3.628	4.035	4.513	11,2	11,8
TRASFERIMENTI CORRENTI:					
dalla pubblica amministrazione	6.708	7.458	8.386	11,2	12,4
dal resto del mondo	369	413	382	11,9	- 7,5
TOTALE ENTRATE DELLE FAMIGLIE	43.546	48.322	53.930	11,0	11,6
meno:					
contributi sociali (1)	5.297	5.577	6.414	5,3	15,0
trasferimenti:					
<i>alla pubblica amministrazione</i>	287	319	343	11,1	7,5
<i>al resto del mondo</i>	53	75	35	41,5	- 53,3
imposte sul reddito e sul patrimonio	2.393	2.654	2.777	10,9	4,6
REDDITO DISPONIBILE (2)	35.514	39.637	44.361	11,8	11,7

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) Al lordo degli oneri fiscalizzati. — (2) Dati stimati. Per il 1970, in particolare, in mancanza di altri riferimenti, è stata attribuita ai redditi misti degli imprenditori individuali la stessa variazione percentuale del più ampio aggregato dei redditi d'impresa, anche se appare ragionevole ritenere che i redditi misti abbiano avuto un incremento più elevato.

A prezzi costanti, la spesa per consumi si è accresciuta in misura sempre ragguardevole (8,0 per cento) ma notevolmente inferiore all'aggregato a prezzi correnti.

Se si guarda alla domanda interna, gli aumenti in termini sia monetari sia reali appaiono alquanto ridotti dalle minori spese in Italia dei non residenti e dalla forte dilatazione delle nostre spese all'estero. Questi due ultimi dati, come si preciserà più avanti, risentono tuttavia di fattori eccezionali che hanno presumibilmente condotto a sopravvalutare il divario tra il tasso di sviluppo dei consumi interni e quello dei consumi nazionali.

Il forte aumento dei redditi da lavoro e il conseguente spostamento della distribuzione, paragonabili soltanto a quelli del periodo 1962-1963, non hanno prodotto sulla struttura dei consumi le repentine modificazioni che in quegli anni provocarono preoccupanti squilibri qualitativi fra domanda e offerta interne.

I più cospicui incrementi di spese interessarono allora, principalmente, alcuni generi di maggior pregio tra gli alimentari, la cui composizione qualitativa si adeguava rapidamente al migliorato tenore di vita, nonché le autovetture ed altri beni durevoli, la cui diffusione si dilatava ai livelli di reddito che venivano raggiunti da un crescente numero di famiglie.

FIG. 11

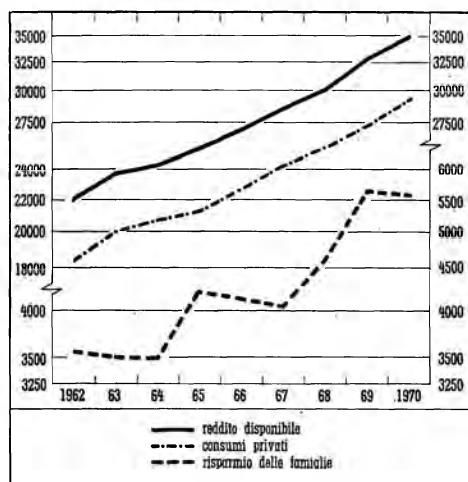
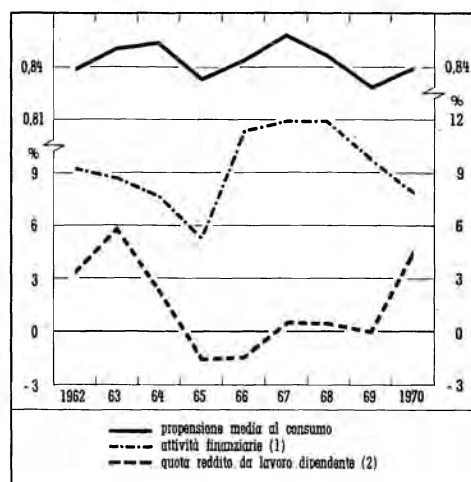


FIG. 12



Consumi privati nazionali, reddito disponibile e risparmio delle famiglie in termini reali
(miliardi di lire, scala logaritmica)

Propensione media al consumo, attività finanziarie del pubblico e distribuzione del reddito

Nota. - Per la figura 12: (1) variazioni percentuali delle consistenze in termini reali alla fine dell'anno precedente (2) variazioni percentuali del rapporto reddito da lavoro dipendente/reddito nazionale netto al costo dei fattori.

Nel 1970, dall'esame per gruppi omogenei di consumi risultano movimenti sostanzialmente conformi alle normali caratteristiche di comportamento di ciascun gruppo (tav. 21).

Gli acquisti di alimentari si sono accresciuti senza particolare accentuazione dell'evoluzione qualitativa in atto, presentando nel loro complesso un'elasticità rispetto al totale dei consumi sensibilmente inferiore all'unità, come è dato di verificare negli anni di maggiore vivacità della domanda per consumi.

Per quanto riguarda gli incrementi degli acquisti di beni durevoli in genere e in particolare delle autovetture, essi, ove si sconti i presumibili effetti connessi al rinvio al nuovo anno di consegne che in situazione normale sarebbero state effettuate nella seconda metà del 1969, si presentano elevati ma non eccezionali. Tale risultato trova spiegazione nel fatto che la diffusione di molti dei suddetti beni nelle classi centrali

di reddito tende ormai ad accrescersi con un'elasticità inversamente proporzionale al reddito stesso, e pertanto incrementi anche elevati delle disponibilità non hanno più effetti amplificati sugli acquisti.

Nei beni non durevoli infine, quali il vestiario e gli altri effetti personali, si sono registrati aumenti superiori alla media, che confermerebbero l'influenza positiva su questa categoria di spesa di una redistribuzione del reddito a favore del lavoro dipendente.

Tav. 21

CONSUMI PRIVATI NAZIONALI

Categorie	Miliardi di lire (a prezzi correnti)	Variazioni percentuali				Composizione percentuale (a prezzi correnti)		
		a prezzi correnti		a prezzi 1963				
		1969 1968	1970 1969	1969 1968	1970 1969	1968	1969	1970
		1970						
Generi alimentari e bevande	14.888	8,1	10,5	5,3	5,9	41,4	41,0	40,0
Vestiario e altri effetti personali	3.903	7,0	17,0	4,5	10,0	10,4	10,1	10,5
Abitazione, combustibili e energia elettrica	4.892	9,0	12,5	5,5	6,4	13,3	13,2	13,1
Articoli durevoli di uso domestico:								
mobili, beni di arredamento, apparecchi e servizi per la casa	2.212	9,6	15,3	6,6	9,6	5,8	5,8	5,9
apparecchi radio-TV e altri beni di carattere ricreativo	660	5,5	12,0	5,0	8,8	1,9	1,8	1,8
Mezzi privati di trasporto:								
acquisto	1.074	6,3	20,9	6,6	14,5	2,8	2,7	2,9
esercizio	1.855	19,4	19,6	14,8	14,0	4,3	4,7	5,0
Igiene e salute	2.918	11,6	12,3	7,8	7,7	7,7	7,9	7,8
Trasporti e comunicazioni	1.064	9,5	8,9	8,1	7,5	3,0	3,0	2,9
Alberghi e pubblici esercizi	1.192	13,1	14,8	9,9	7,8	3,0	3,2	3,2
Spettacoli e altre spese di carattere ricreativo e culturale	1.635	14,3	11,2	9,1	4,3	4,3	4,5	4,4
Spese varie	1.566	7,2	7,4	3,9	4,1	4,5	4,4	4,2
Consumi privati interni	37.859	9,3	12,5	6,2	7,4	102,4	102,3	101,7
Spese all'estero dei residenti	454	25,2	42,8	17,8	33,2	0,8	1,0	1,2
meno: spese nel Paese dei non residenti	1.093	10,5	1,5	7,6	3,9	- 3,2	- 3,3	- 2,9
Consumi privati nazionali	37.220	9,3	13,2	6,2	8,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Gli investimenti. — Nel 1970 il tasso di sviluppo degli investimenti fissi lordi, calcolato a prezzi costanti si è ridotto di oltre la metà rispetto a quello del 1969 (3,8 contro 8,0 per cento) risentendo dell'opposto andamento nei due anni dell'attività di costruzione (−2,2 e 9,4 per cento rispettivamente); escludendo questo settore, l'aumento si è commisurato nel 1970 al 13,0 per cento, a fronte del 5,9 nell'anno precedente (tav. 22).

In termini monetari, gli investimenti fissi lordi complessivi hanno registrato, invece, un lieve accrescimento (15,3 contro 14,7 per cento) in quanto i prezzi impliciti, già aumentati sensibilmente nel 1969, sono saliti in misura ancor più rilevante nel 1970 (6,2 e 11,1 per cento rispettivamente).

Tav. 22

INVESTIMENTI LORDI

Tipo di investimenti	Miliardi di lire (a prezzi correnti)		Variazioni percentuali				Composizione percentuale (a prezzi correnti)	
			a prezzi correnti		a prezzi 1963			
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
<i>per settori di utilizzazione</i>								
INVESTIMENTI DIRETTAMENTE PRODUTTIVI	5.431	6.463	12,5	19,0	7,6	8,5	50,8	52,4
Agricoltura	685	736	0,4	7,4	- 3,4	- 3,7	6,4	6,0
Industria	2.997	3.721	16,8	24,2	11,0	12,8	28,0	30,2
Altri settori	1.749	2.006	10,8	14,7	6,7	6,0	16,4	16,2
INVESTIMENTI SOCIALI	5.264	5.864	17,1	11,4	8,5	- 1,7	49,2	47,6
Abitazioni (1)	3.630	3.939	25,1	8,5	14,8	- 6,1	33,9	32,0
Altri settori	1.634	1.925	2,5	17,8	- 3,3	8,3	15,3	15,6
INVESTIMENTI FISSI LORDI	10.695	12.327	14,7	15,3	8,0	3,8	100,0	100,0
<i>per tipo di beni</i>								
Costruzioni	6.994	7.809	18,4	11,7	9,4	- 2,2	65,4	63,3
fabbricati: residenziali (1) .	3.763	4.083	25,4	8,5	15,1	- 6,1	35,2	33,1
non residenziali .	2.111	2.397	18,6	13,5	9,2	- 0,9	19,7	19,4
opere pubbliche	1.120	1.329	- 0,8	18,7	- 7,0	9,5	10,5	10,8
Impianti e macchinari	2.702	3.392	10,2	25,5	7,1	15,5	25,3	27,6
Mezzi di trasporto	999	1.126	4,1	12,7	3,2	6,7	9,3	9,1
INVESTIMENTI FISSI LORDI	10.695	12.327	14,7	15,3	8,0	3,8	100,0	100,0
Variazione delle scorte	440	905	—	—	—	—	—	—
INVESTIMENTI LORDI	11.135	13.232	18,4	18,8	11,0	8,5	—	—

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) La differenza fra le due serie è determinata dai fabbricati residenziali non utilizzati ad uso di abitazione.

Per il secondo anno consecutivo il risparmio è aumentato in misura inferiore agli investimenti (dell' 8,7 per cento il risparmio lordo e del 4,5 quello netto; del 18,8 e del 20,0 rispettivamente gli investimenti lordi e netti); l'avanzo delle transazioni correnti con l'estero si è così ridotto da 1.522 a 530 miliardi, venendo a rappresentare lo 0,9 per cento (2,9 nel 1969) del reddito nazionale (tav. 23).

Il rapporto tra gli investimenti fissi lordi e il reddito nazionale lordo a prezzi costanti, che ancora nel 1969 risultava nettamente inferiore al

TAV. 23

INVESTIMENTI E RISPARMIO

(in percentuale del reddito nazionale lordo a prezzi correnti)

Voci	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Investimenti: lordi	24,9	22,3	19,6	19,3	20,4	19,9	21,4	22,7
netti	16,6	13,8	11,1	10,8	12,2	11,8	13,2	14,1
Saldo transaz. correnti con l'estero	- 1,4	1,2	3,8	3,4	2,4	3,5	2,9	0,9
Risparmio nazionale netto	15,2	15,0	14,9	14,2	14,6	15,3	16,1	15,0

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

massimo dell'ultimo decennio toccato nel 1963, è ulteriormente diminuito, anche se in lieve misura; escludendo dal calcolo gli investimenti in abitazioni, esso ha invece presentato un leggero aumento, che diviene più consistente ove si faccia riferimento solamente a quelli in attrezzature e mezzi di trasporto (tav. 24).

TAV. 24

INVESTIMENTI FISSI LORDI

(in percentuale del reddito nazionale lordo a prezzi costanti)

Tipo di investimenti	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Fissi lordi	23,5	21,4	18,9	18,6	19,4	20,0	20,4	20,1
Fissi lordi meno abitazioni	16,9	14,6	12,7	12,8	13,7	14,0	13,9	14,3
In attrezzature e mezzi di trasporto	10,2	8,2	6,7	7,0	7,7	8,0	8,0	8,6

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Il rafforzamento del tasso di sviluppo avutosi tra gli ultimi due anni negli investimenti direttamente produttivi (dal 7,6 per cento nel 1969 all' 8,5 nel 1970) è interamente dovuto a quelli effettuati nel settore industriale (dall' 11,0 al 12,8); nell'agricoltura è infatti proseguita la tendenza alla diminuzione che già aveva contraddistinto il 1969, mentre negli altri settori è lievemente rallentato il ritmo di incremento.

Nel biennio 1969-1970 la formazione aggiuntiva di capitale nell'industria è avvenuta a un tasso più che doppio rispetto a quello di medio periodo. Tuttavia, mentre nel 1969 gli investimenti erano stati prevalentemente destinati all'ampliamento delle costruzioni, nel 1970 essi

sono stati in larga misura indirizzati verso i macchinari (tav. 25), la cui installazione era stata ostacolata dalle vicende dell'ultima parte del 1969. D'altra parte l'acquisizione di nuovi macchinari si è resa nell'anno maggiormente necessaria proprio a seguito di quelle vicende che, dando luogo a un'accelerazione nell'aumento dei costi del lavoro, hanno reso più pressante l'esigenza di una più intensa razionalizzazione e di un maggiore aggiornamento tecnologico degli impianti.

TAV. 25

INVESTIMENTI FISSI NELL'INDUSTRIA PER TIPO DI BENI

Tipo di investimenti	Miliardi di lire (a prezzi correnti)			Variazioni percentuali			
				a prezzi correnti		a prezzi 1963	
	1968	1969	1970	1969	1970	1969	1970
Costruzioni e opere	960	1.199	1.418	24,9	18,3	15,2	3,7
Macchine e appar. elettrici e non elettrici	1.103	1.238	1.658	12,2	33,9	8,5	23,4
Mobili, mezzi di trasporto e attrezzature	504	560	645	11,1	15,2	9,3	7,2
INVESTIMENTI FISSI LORDI . . .	2.567	2.997	3.721	16,8	24,2	11,0	12,8
Ammortamenti	1.455	1.608	1.874	10,5	16,5	5,4	5,6
INVESTIMENTI FISSI NETTI . . .	1.112	1.389	1.847	24,9	33,0	18,7	21,4

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Seppure ragguardevole, il saggio di sviluppo, nell'anno, degli investimenti industriali è stato tuttavia inferiore a quello che era dato attendere sulla base delle iniziative già programmate, delle quali le domande di finanziamento possono essere considerate un significativo indicatore. Queste nel 1969 avevano infatti presentato un incremento quanto mai rilevante, anche se in parte esaltato dal comportamento di alcune grandi imprese che, nel predisporre programmi di investimento a lunga scadenza, avevano anticipato la domanda per la copertura dell'intero fabbisogno finanziario.

Un'indagine condotta per il periodo 1953-1969 ha posto in rilievo che le domande di indebitamento nel settore industriale precedono di circa un anno la realizzazione effettiva degli investimenti.

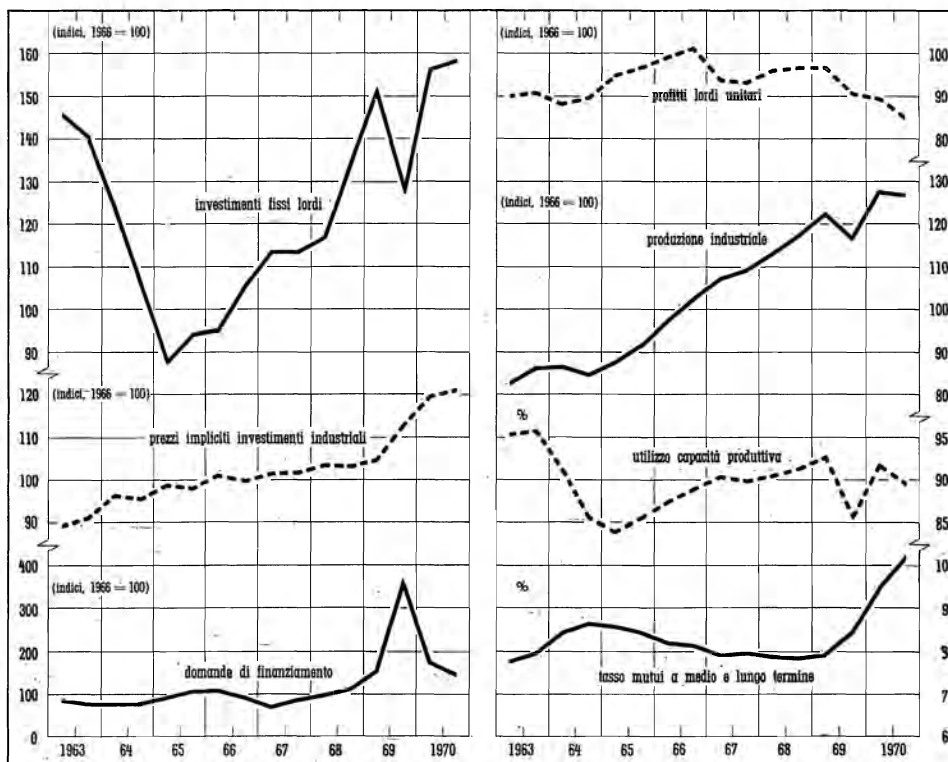
Le imprese predispongono i programmi di spesa e i relativi piani di copertura finanziaria cercando di mantenere un equilibrato rapporto tra mezzi propri e indebitamento. Di fatto, nella fase dell'investimento, alla quale si passa successivamente sulla base della evoluzione più recente delle aspettative di domanda, il ricorso alle fonti esterne di finanziamento si modifica rispetto all'originario piano finanziario, secondo la proporzione con cui il loro costo si combina con quello di opportunità delle fonti interne determinando il complessivo costo del capitale.

L'autofinanziamento diviene quindi la variabile strategica, in quanto contribuisce in un primo momento a determinare le domande di finanziamento delle imprese e successivamente, permettendo di modificare la composizione dell'originario piano finanziario, concorre a contenere l'utilizzo delle fonti di finanziamento esterne e a ridurre il costo del capitale.

L'attuale sistema di intervento da parte dello Stato attraverso la fissazione di tassi di favore indipendenti dalle fluttuazioni di mercato, contribuendo a contenere il costo del capitale, tende a favorire l'attività di investimento. Peraltro, con l'estensione di questa forma di credito agevolato, il tasso di interesse perde progressivamente importanza come strumento atto a regolare direttamente l'investimento e le sue variazioni si riflettono su questo in modo mediato. Infatti, essendo fissi i tassi del credito agevolato, un aumento del saggio di interesse determina uno spostamento più che proporzionale delle nuove domande di indebitamento verso questo tipo di finanziamento; nel contempo, si pone in essere così un razionamento di fatto nelle erogazioni di credito agevolato, dal momento che il volume di finanziamenti incentivabile con un dato stanziamento nel bilancio dello Stato varia in funzione inversa della differenza tra il tasso di mercato e quello agevolato.

Nel 1970, fatta eccezione per il primo trimestre, influenzato in gran parte da effetti di recupero, la realizzazione dei programmi di investimento è stata frenata non solo dal fatto che sono peggiorate le

FIG. 13



Investimenti fissi lordi nell'industria e loro principali determinanti

Nota. - Investimenti fissi lordi a prezzi costanti, produzione e prezzi impliciti: dati destagionalizzati. Profitti lordi unitari: rapporto percentuale dei redditi lordi da capitale-impresa sul valore aggiunto a prezzi correnti. Domande di finanziamento da parte del settore industriale; nostra elaborazione su dati relativi: alle domande di fondi, escluse quelle relative ai crediti all'esportazione, rivolte agli Istituti speciali di credito mobiliare; alle domande di emissioni obbligazionarie rivolte al C.I.C.R. e al Ministero del Tesoro.

aspettative sull'evoluzione della domanda, denunciate dall'abbassamento dell'utilizzo della capacità produttiva, ma anche dalla circostanza che le imprese hanno visto compromessi i piani finanziari dal forte aumento dei prezzi dei beni di investimento e dal contemporaneo peggioramento dei profitti, ridottisi in termini unitari senza trovare adeguato compenso nello sviluppo della produzione. D'altra parte, la possibilità di un maggior ricorso all'indebitamento, anche qualora le imprese avessero ritenuto di poter modificare la composizione prevista del finanziamento complessivo, ha trovato ostacolo nell'andamento dell'offerta del credito che ha continuato ad espandersi secondo i precedenti ritmi e a costi più elevati (fig. 13).

L'operare di questi fattori si è riflesso principalmente sul comportamento delle imprese private, soprattutto quelle medie e piccole, come sembra indicato anche da analisi relative ai dati finanziari delle quali si riferirà in seguito, confermando come le loro decisioni di investimento siano influenzate in misura maggiore, rispetto a quelle pubbliche, dalle prospettive di domanda, nonché dai livelli e dalle condizioni dell'indebitamento.

Infatti l'aumento degli investimenti industriali nel 1970 è dovuto essenzialmente alle imprese pubbliche per le quali l'incremento è stato del 42 per cento per effetto dell'eccezionale sviluppo dell'attività di investimento delle imprese a partecipazione statale; per le imprese private il tasso di aumento è stato del 14,8 per cento a prezzi correnti e si riduce a poco più del 4 per cento in quantità (tav. 26).

Tav. 26

INVESTIMENTI FISSI LORDI NELL'INDUSTRIA DELLE IMPRESE PUBBLICHE E PRIVATE

Imprese	Miliardi di lire (a prezzi correnti)		Tasso di sviluppo		Variazioni percentuali		Composizione percentuale		
	1969	1970	'63 - '70	'66 - '70	1969 1968	1970 1969	1963	1969	1970
PUBBLICHE	1.034	1.467	6,5	19,6	18,9	41,9	33,6	34,5	32,4
ENEL	492	600	12,0	15,5	14,7	22,0	10,1	16,4	16,1
Aziende (1):									
autonome	7	3	- 14,3	- 10,7	16,7	- 57,1	0,4	0,2	0,1
municipalizzate	42	52	- 2,5	14,1	31,3	23,8	2,3	1,4	1,4
a partecipaz. statale . .	493	812	3,9	24,2	22,3	64,7	20,8	16,5	21,8
PRIVATE (2)	1.963	2.254	7,0	15,0	15,7	14,8	66,4	65,5	60,6
TOTALE	2.997	3.721	6,8	16,7	16,8	24,2	100,0	100,0	100,0

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese e Relazione programmatica del Ministero delle partecipazioni statali.

(1) L'attribuzione al settore industriale degli investimenti delle aziende autonome, di quelle municipalizzate e delle imprese a partecipazione statale è stata effettuata sulla base delle informazioni contenute nei documenti citati sopra. — (2) Dati ricavati per differenza; essi possono risentire della non completa omogeneità tra i dati relativi agli investimenti complessivi nell'industria e quelli degli investimenti delle imprese pubbliche.

Una conferma del ruolo svolto dalle variabili finanziarie nella formazione di capitali fissi delle imprese private è fornita da una analisi dei dati relativi a 399 società dell'industria manifatturiera (tav. 27).

Tav. 27

FORMAZIONE DI CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO
IN UN GRUPPO DI 399 SOCIETÀ PRIVATE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA
Per classi di patrimonio netto
(miliardi di lire a prezzi correnti)

Anni	Formazione lorda di capitali fissi	Immobilizzazioni lorde	Autofinanziamento lordo	Mezzi propri	Tasso di		Autofinanziamento in per cento della formazione lorda di capitale
					investimento lordo	risparmio lordo	
	(1)	(a)	(3)	(a)	(5)=(1):(2)	(6)=(3):(4)	(7)=(3):(1)
<i>Società private (n. 399 società)</i>							
1963	761,1	4.871,4	433,8	5.995,9	15,6	7,2	57,0
1964	636,4	5.777,3	432,9	6.530,6	11,0	6,6	68,0
1965	493,5	6.379,8	476,1	7.174,8	7,7	6,6	96,5
1966	547,9	6.832,3	565,4	7.690,1	8,0	7,4	103,2
1967	674,3	7.339,4	518,7	8.182,7	9,2	6,3	76,9
1968	708,7	7.950,9	613,6	8.681,0	8,9	7,1	86,6
1969	843,0	8.540,5	611,0	9.198,3	9,9	6,6	72,5
<i>con patrimonio netto fino a 2,5 miliardi (n. 189 società)</i>							
1963	46,0	304,9	26,5	340,6	15,1	7,8	57,6
1964	49,2	357,2	17,1	378,4	13,8	4,5	34,8
1965	33,3	403,3	19,4	399,5	8,3	4,9	58,3
1966	32,9	434,6	25,1	421,8	7,6	6,0	76,3
1967	37,5	461,1	21,7	449,5	8,1	4,8	57,9
1968	34,3	491,9	24,6	472,7	7,0	5,2	71,7
1969	35,8	511,6	19,4	490,3	7,0	4,0	54,2
<i>con patrimonio netto superiore ai 2,5 miliardi (n. 210 società)</i>							
1963	715,1	4.566,5	407,3	5.655,3	15,7	7,2	57,0
1964	587,2	5.420,1	415,8	6.152,2	10,8	6,8	70,8
1965	460,2	5.976,5	456,7	6.775,3	7,7	6,7	99,2
1966	515,0	6.397,7	540,3	7.268,3	8,0	7,4	104,9
1967	636,8	6.878,3	497,0	7.733,2	9,3	6,4	78,0
1968	674,4	7.459,0	589,0	8.208,3	9,0	7,2	87,3
1969	807,2	8.028,9	591,6	8.708,0	10,1	6,8	73,3

(a) Dati sfasati di un anno. Le immobilizzazioni lorde sono costituite dai capitali fissi al netto dei disinvestimenti. I mezzi propri comprendono i fondi di ammortamento.

(b) Tasso di sviluppo dei mezzi propri dovuto all'autofinanziamento.

Lo sviluppo delle immobilizzazioni appare in diretta relazione con il tasso di risparmio lordo dell'anno precedente. Quest'ultimo, costantemente più elevato per le imprese maggiori, concorre a spiegare il più intenso accrescimento dei capitali fissi che si è avuto in esse durante

gli ultimi anni, delineando una tendenza verso una progressiva riduzione dell'importanza delle piccole e medie imprese nel comparto industriale.

Inoltre, il tasso di autofinanziamento risulta strutturalmente più basso nelle imprese fino a 2,5 miliardi di patrimonio netto, essendosi esso commisurato, nella media degli anni dal 1963 al 1969, al 58,6 per cento, contro l' 81,5 delle imprese di più ampie dimensioni; ne consegue che, nei periodi in cui l'offerta di credito si sviluppa in misura minore rispetto alla domanda, l'attività di investimento subisce limitazioni più rilevanti per le prime che per le seconde.

L'abbassamento del livello di autofinanziamento e l'esigenza di modificare i piani di investimento già predisposti sulla base di una diversa struttura dei rapporti aziendali hanno determinato nel corso dell'anno una tendenza alla diminuzione delle domande d'indebitamento. Inoltre, l'allargarsi del divario tra i tassi agevolati e i tassi di mercato ha spinto verso il credito agevolato.

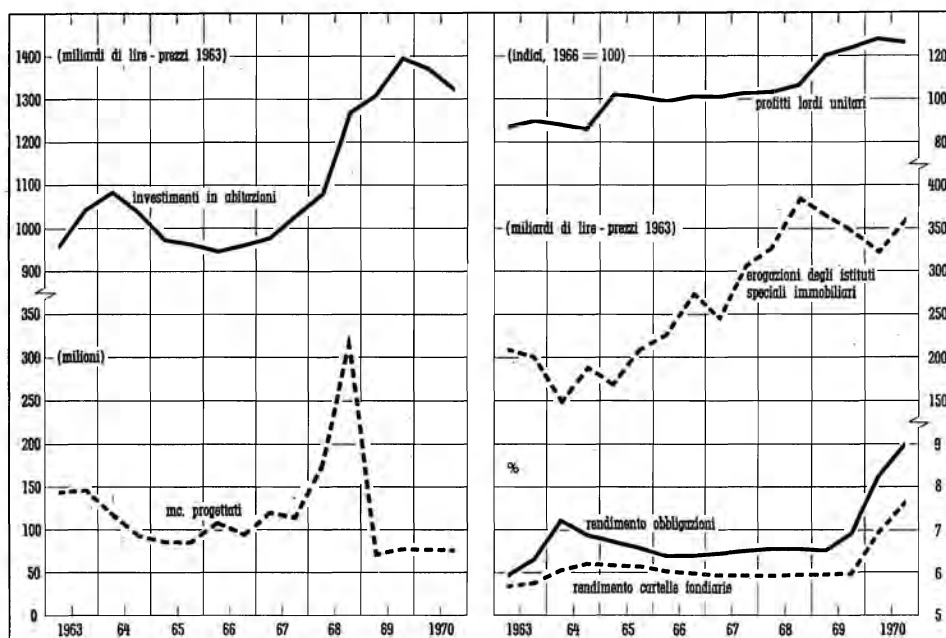
Le conseguenze negative derivanti da questi fattori dovrebbero manifestarsi sull'andamento degli investimenti industriali nel 1971 o quanto meno nella prima parte di esso; nell'intero anno, in mancanza di provvedimenti correttivi, l'aspettativa di un migliore trattamento fiscale in connessione con la prossima introduzione dell' IVA potrebbe operare in senso ulteriormente limitativo, inducendo al rinvio di alcune realizzazioni.

Al contrario degli investimenti direttamente produttivi, quelli sociali hanno presentato nel 1970 un calo dell' 1,7 per cento, dovuto per intero alla diminuzione nel settore delle costruzioni. Le cause di quest'ultima vanno ricercate nei vincoli imposti dalla nota legge-ponte, che per il terzo anno consecutivo ha condizionato, soprattutto nell'edilizia residenziale, sia l'attività di progettazione sia la successiva fase dell'investimento.

Più in particolare, l'elevato stock di progetti formatosi nel 1968, a seguito dell'eccezionale aumento fino all'agosto nella richiesta di licenze di costruzione, aveva consentito la realizzazione di un elevato volume di investimenti durante tutto il 1969. Successivamente, ridottosi fortemente quello stock anche per effetto della scadenza dei termini di validità delle licenze di costruzione rilasciate nel 1968, sono venute nel contempo a mancare le nuove progettazioni, scese nel biennio 1969-1970 ai più bassi livelli toccati negli ultimi dieci anni per la carenza di aree esenti da vincoli di edificabilità. A ciò si aggiunga che, nonostante

l'aumentata erogazione di mutui e l'afflusso in via diretta al mercato immobiliare di una rilevante quota del risparmio di nuova formazione, gli imprenditori sono stati scoraggiati dall'assumere nuove iniziative dall'aumento del costo del denaro e dalla esistenza di un ammontare rilevante di abitazioni, di recente costruzione o di prossima ultimazione, da collocare (fig. 14). Ne è derivato che l'attività di investimento,

FIG. 14



Investimenti fissi lordi in abitazioni del settore privato e loro principali determinanti

Nota. - Investimenti fissi lordi e metri cubi progettati: dati destagionalizzati. Profitti lordi unitari: rapporto percentuale dei redditi lordi da capitale-impresa sul valore aggiunto a prezzi correnti. Erogazioni su beni urbani degli istituti speciali immobiliari: dati deflazionati con i prezzi impliciti degli investimenti in abitazioni.

dopo aver toccato tra la fine del 1969 e la primavera del 1970 il punto di svolta superiore dell'andamento ciclico, ha manifestato successivamente una progressiva tendenza discendente (6,1 nella media dell'anno).

Pur in presenza di una diminuzione nell'attività di costruzione, il numero eccezionalmente elevato dei lavori iniziati nel biennio 1968-1969 ha fatto sì che nel 1970 l'offerta di abitazioni risultasse progressivamente crescente, anche in relazione alla scadenza del termine per la esenzione venticinquennale dall'imposta sui fabbricati, nonostante la proroga stabilita dal D.L. 26 ottobre 1970 n. 745. Nell'intero anno l'aumento si è commisurato al 21,2 per cento.

Circa la domanda, l'aumento della capacità di acquisto delle famiglie e il proseguire del movimento ascendente dei prezzi che ha contri-

buito ad alimentare attese inflazionistiche, fanno ritenere che essa sia stata abbastanza sostenuta, evitando così il formarsi di un rilevante volume di invenduto.

Gli investimenti in abitazioni realizzati attraverso l'iniziativa pubblica, pari negli ultimi anni a poco più del 5 per cento, sono ulteriormente diminuiti nel 1970, sia come quota sia in valore assoluto (tavola 28), cosicché anche la loro ripresa non può assumere dimen-

TAV. 28

INVESTIMENTI PUBBLICI E PRIVATI IN ABITAZIONI

(composizione percentuale)

Voci	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Investimenti: pubblici	4,3	4,2	6,8	7,0	7,1	7,2	5,1	3,7
privati	95,7	95,8	93,2	93,0	92,9	92,8	94,9	96,3

Fonte: Istat.

sioni tali da contrastare in modo apprezzabile la tendenza discendente prevalsa negli investimenti in abitazioni durante il 1970; un maggior contributo, ma anch'esso limitato, potrebbe derivare dall'ulteriore accelerazione nella realizzazione delle opere pubbliche (aumento del 9,5 per cento nel 1970 contro una diminuzione del 7,0 nell'anno precedente) che rappresentano un sesto degli investimenti complessivi in costruzioni.

L'OFFERTA INTERNA

L'attività agricola.

L'andamento della produzione agricola nel 1970 non è stato così positivo come quello dell'anno precedente. Lo sfavorevole decorso climatico ha infatti impedito di trarre vantaggio dal confermato orientamento degli agricoltori verso il rinnovo delle strutture produttive aziendali, la destinazione ad altri usi delle terre marginali e l'accrescimento delle superfici destinate a prodotti aventi un migliore mercato, quali il grano duro e i cereali foraggeri.

Lo sviluppo della produzione lorda vendibile in termini reali è stato soltanto dello 0,5 per cento contro il 4,0 del 1969; lievemente inferiore (0,3 per cento contro 3,5 nell'anno precedente) è stato quello del prodotto lordo (tav. 29) a seguito di un ricorso a beni e servizi ausiliari provenienti da altri settori, accresciutisi dell'1,3 per cento (5,5 nel 1969).

Tav. 29

PRODUZIONE LORDA VENDIBILE E PRODOTTO LORDO DELL'AGRICOLTURA

Voci	Valore a prezzi correnti 1970 (miliardi di lire)	Variazioni percentuali (1)					
		valore		volume		prezzi impliciti	
		1969	1970	1969	1970	1969	1970
Produzione vendibile	6.316,7	10,3	4,1	4,0	0,5	6,1	3,6
<i>Coltivazioni: erbacee e foraggiere</i> . . .	2.179,1	8,6	6,3	4,4	- 0,3	4,0	6,6
<i>legnose</i>	1.687,1	15,5	- 1,1	5,0	- 1,2	10,0	0,1
<i>Allevamenti zootecnici</i>	2.450,5	8,1	5,9	2,9	2,4	5,1	3,4
Acquisto di beni e servizi	1.464,2	7,4	5,3	5,5	1,3	1,8	3,9
Prodotto lordo a prezzi di mercato . . .	4.852,5	11,2	3,7	3,5	0,3	7,4	3,4

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) Rispetto all'anno precedente.

Il maggior apporto all'aumento della produzione è venuto dal comparto zootecnico (2,4 per cento), dove sembra avviata una riqualificazione del patrimonio animale attraverso il ricorso a razze selezionate; poco favorevoli invece i risultati per le coltivazioni erbacee e foraggiere (- 0,3 per cento) ed ancor meno per quelle legnose (- 1,2 per cento), dove la ripresa, pressoché generalizzata, del comparto frutticolo non ha potuto tradursi in un miglioramento del settore, data la contemporanea diminuzione dei raccolti della vite e dell'olivo.

L'evoluzione comparata dei prezzi non ha dato luogo a sostanziali modifiche dei termini di scambio con gli altri settori; non si è rinnovato quindi per questa via l'effetto espansivo sui redditi degli agricoltori avutosi l'anno precedente; il reddito pro-capite ha comunque conseguito un apprezzabile incremento, grazie alla cospicua riduzione del numero degli addetti.

Gli elementi più importanti per il settore dell'agricoltura vanno però ricercati, ancora una volta, non nel mercato interno, ma nell'ambito del mercato comune europeo.

In questo quadro il 1970 è stato di grande rilievo in quanto ha costituito il periodo di maturazione di fondamentali modifiche nella politica agricola comunitaria sfociate nelle decisioni del 25 marzo 1971.

L'importanza di queste non sta tanto nei provvedimenti adottati, che sotto l'aspetto puramente quantitativo sono ancora lontani dalle necessità, quanto nell'aver cominciato ad attuare una politica combinata di mercato e delle strutture, riconoscendo in essa l'unico indirizzo che assolve l'esigenza di integrare i redditi agricoli attuali, ponendo in essere nel contempo quelle misure atte a renderli capaci nel futuro di uno sviluppo non solo autonomo ma anche in linea con quello degli altri settori.

Assai importante è anche il fatto che il nuovo orientamento comunitario appare diretto, in questa fase iniziale, soprattutto in favore delle zone più depresse, in vista sia di un alleggerimento della quota di occupati, sia di un miglioramento della capacità professionale e di un incoraggiamento finanziario per chi prosegue l'attività, sia infine di una più efficiente commercializzazione dei prodotti.

Il contributo finanziario accordato dalla Comunità, pur non essendo ancora quello atteso, anche in relazione ad una esigenza di uniformità con la responsabilità comunitaria totale riconosciuta al sistema di garanzia dei prezzi, rappresenta comunque un progresso e costituisce un incentivo, per i paesi più interessati a una politica agricola di struttura, a non perdere questa possibilità ed a creare anzi le premesse per la necessaria evoluzione futura.

L'attività industriale.

Il tasso di sviluppo del prodotto lordo delle attività industriali, calcolato a prezzi costanti, si è ridotto dal 7,0 per cento nel 1969 al 6,4 nel 1970 (tav. 30). Se però si esclude l'edilizia, passata tra i due

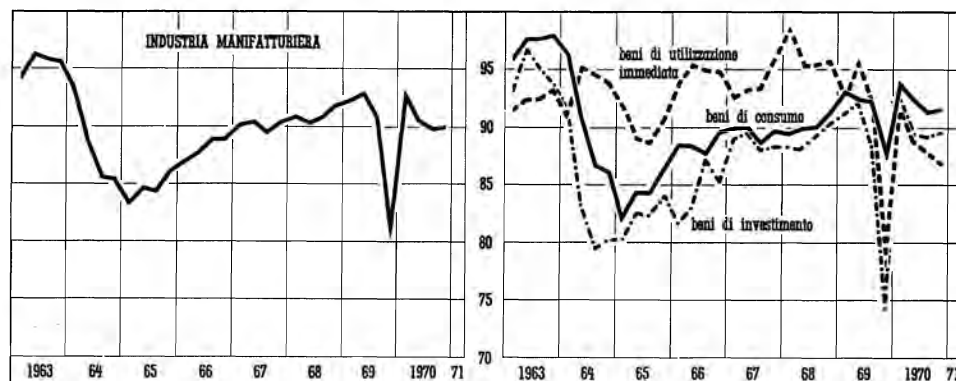
PRODOTTO LORDO DELLE ATTIVITA' INDUSTRIALI AL COSTO DEI FATTORI

Voci	Valori a prezzi costanti in miliardi di lire			Composiz. percent. 1970	Variazioni percentuali		
	1968	1969	1970		1968/1967	1969/1968	1970/1969
PRODOTTO LORDO:							
compresa edilizia	14.430	15.437	16.430	100,0	9,4	7,0	6,4
esclusa edilizia	11.994	12.816	13.842	84,2	9,5	6,9	8,0
Industrie: estrattive	272	290	297	1,8	10,6	6,6	2,4
manifatturiere	10.681	11.400	12.311	74,9	9,3	6,7	8,0
elettriche, gas, acqua	1.041	1.126	1.234	7,5	11,0	8,2	9,6
Edilizia	2.436	2.621	2.588	15,8	8,9	7,6	- 1,3

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

anni da un incremento del 7,6 a una diminuzione dell' 1,3 per cento, quella decelerazione si traduce in un miglioramento (dal 6,9 all' 8,0 per cento). Esso, tuttavia, non ha assunto le proporzioni che era dato attendere sulla base sia del fatto statistico di un livello produttivo medio nel 1969 influenzato negativamente dalle vicende dell'autunno, sia, e soprattutto, dell'effetto di recupero che le possibilità del sistema sembravano consentire. Se, per escludere il primo elemento, si considerano solamente i primi otto mesi dell'anno utilizzando gli indici mensili Istat sulla produzione industriale (tav. a9), l'aumento è stato del 3,0 per cento (8,7 nel 1969) tale da determinare un abbassamento dell' 1,0 nel grado di utilizzo della capacità produttiva (fig. 15); nell'ultimo quadrimestre il tasso sale al 13,3, ma solo perché nello stesso periodo del 1969 si era avuta una variazione negativa del 4,9.

FIG. 15

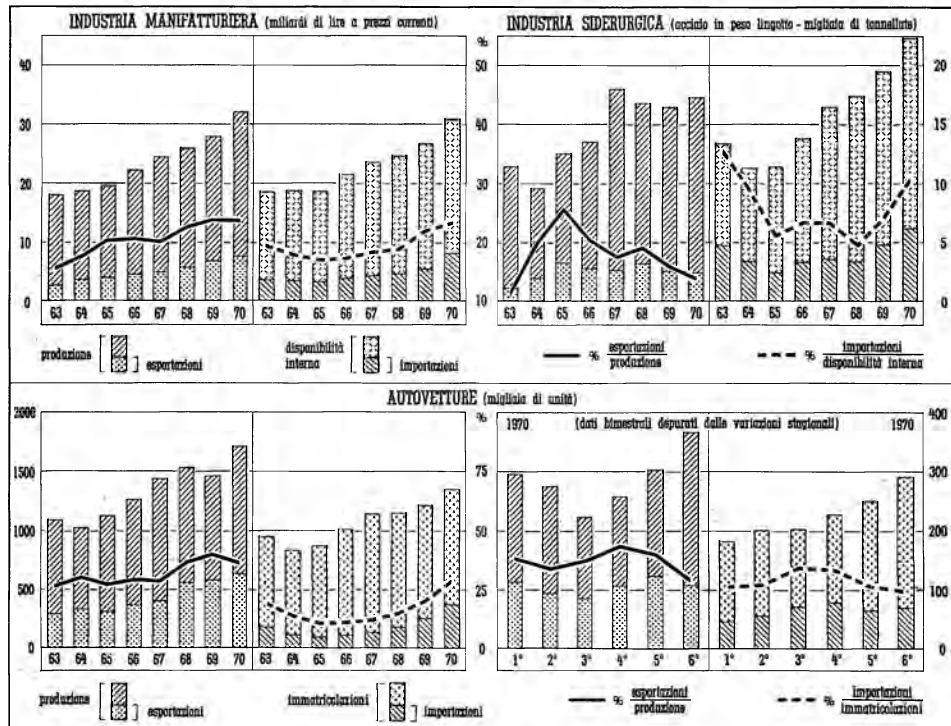


Percentuali di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera

Nota. - Per la metodologia di calcolo si rinvia all'Appendice della Relazione per il 1966.

Nel complesso, l'incremento dell'attività produttiva è stato nell'anno inferiore a quello della domanda interna. Nel settore manifatturiero, l'avanzo commerciale con l'estero si è ridotto da 1.818 miliardi nel 1969 a 1.509 nel 1970; la quota di domanda interna soddisfatta attraverso le importazioni si è elevata dal 21,9 al 23,0 per cento (fig. 16) mentre l'incidenza delle esportazioni sulla produzione si è abbassata dal 24,2 al 23,6.

FIG. 16



Produzione, commercio con l'estero e domanda interna nelle industrie manifatturiera, siderurgica e delle autovetture

Fonte: - Industria manifatturiera: per il 1965 e per il 1967, Tavola economica intersettoriale dell'Istat; per i rimanenti anni, stime. Siderurgia: ASSIDER. Autovetture: ANFIA; per la destagionalizzazione dei dati bimestrali, nostra elaborazione.

Ancora più accentuate sono state le modificazioni nei rapporti tra importazioni e domanda interna e tra esportazioni e produzione in alcune industrie, quali ad esempio quelle siderurgica e delle autovetture; nella prima essi sono stati non dissimili da quelli, rispettivamente massimo e minimo dell'ultimo decennio, toccati nel 1963; nella seconda, si è accentuata la recente tendenza delle importazioni a fornire un contributo via via più elevato al soddisfacimento della domanda interna, mentre si è interrotta quella manifestata dalle vendite all'estero nell'ultimo biennio verso un crescente assorbimento della produzione.

Lo sfavorevole andamento dell'attività industriale risulta con maggiore evidenza dall'analisi della sua evoluzione nel corso dell'anno (tav. 31). L'indice generale destagionalizzato, difatti, dopo aver manifestato una tendenza ascendente nel bimestre iniziale, si è collocato in tutti i successivi su livelli mediamente inferiori.

TAV. 31

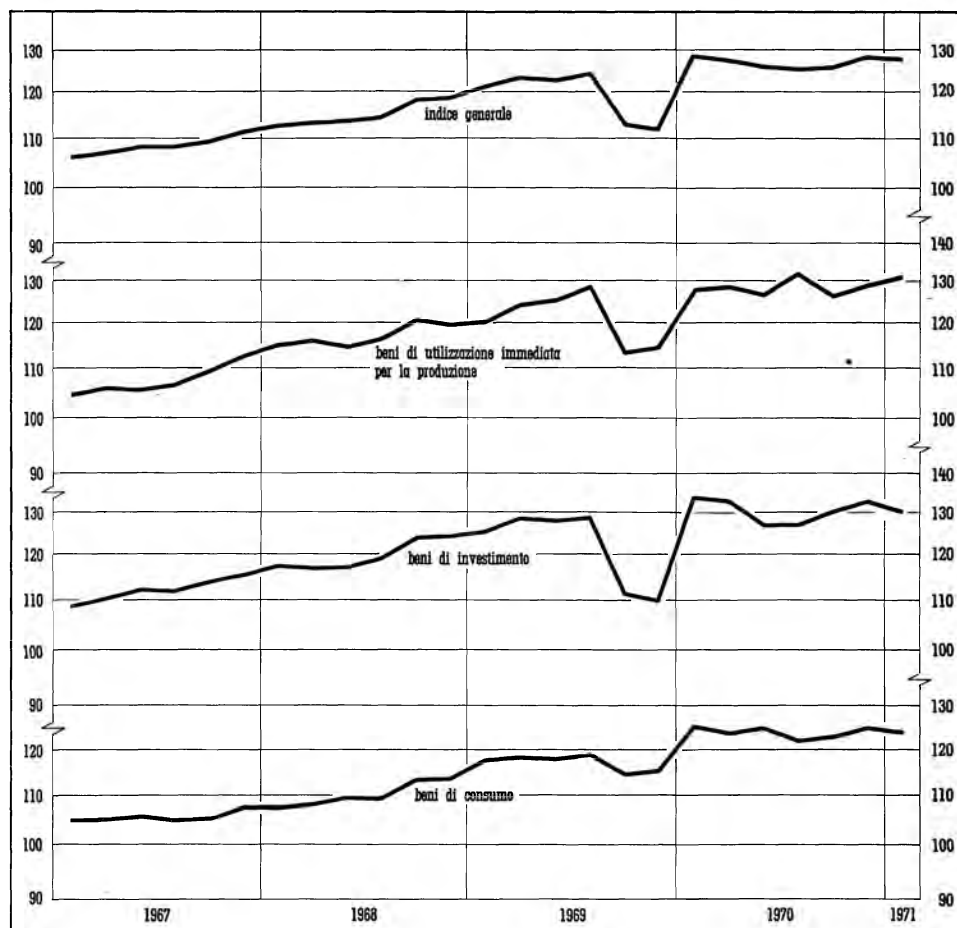
VARIAZIONI PERCENTUALI
DEGLI INDICI DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE NEL 1970 (1)

Settori	gen.-feb.'70	Sul bimestre precedente					nov.-dic.
	giu.-lug.'69 (3)	mar.-apr.	mag.-giu.	lug.-ago.	set.-ott.	nov.-dic.	gen.-feb.
INDICE GENERALE (esclusa edilizia)	3,4	- 0,7	- 1,5	- 0,4	0,5	1,9	- 0,2
<i>Beni di utilizzazione immediata per la produzione</i>	0,6	0,7	- 1,9	4,4	- 4,4	2,4	0,9
di cui:							
Chimiche	- 1,1	- 0,6	- 1,9	6,0	- 8,9	4,4	- 1,6
Derivati del petrolio	9,4	- 4,1	2,9	1,1	- 5,2	3,7	- 1,9
Elettricità	- 0,7	5,1	- 2,0	3,0	1,6	- 1,0	6,8
<i>Beni di investimento</i>	3,8	- 1,0	- 4,1	- 0,1	2,4	1,8	- 1,2
di cui:							
Materiali da costruzione	5,1	- 3,9	- 3,9	- 4,0	6,2	0,5	- 5,2
Siderurgiche	3,5	- 0,8	0,5	- 4,7	- 1,8	- 8,7	- 14,8
Metalli non ferrosi	- 5,4	5,4	- 5,8	3,4	- 4,4	- 2,7	- 4,5
Meccaniche (esclusi elettrodomestici)	0,7	2,1	- 3,8	0,9	2,7	3,4	5,2
Autoveicoli industriali	2,3	- 4,5	- 7,4	20,3	- 3,8	17,1	19,9
<i>Beni di consumo</i>	4,5	- 1,0	1,1	- 2,8	1,3	1,6	0,1
di cui:							
Alimentari	2,8	4,2	1,3	- 4,2	- 0,3	- 5,0	- 4,2
Tessili	2,5	- 12,7	16,1	- 9,9	4,0	5,0	- 0,2
Calzature	- 4,2	- 1,3	- 4,8	- 4,2	- 2,8	- 0,9	- 13,4
Abbigliamento	13,4	- 6,6	- 3,7	1,5	3,5	6,4	0,5
Mobili	4,8	3,2	- 2,7	5,8	4,8	6,2	18,3
Elettrodomestici	7,2	11,1	- 8,6	1,0	3,9	- 2,4	4,0
Autovetture (2)	21,6	- 6,8	- 19,2	24,6	8,8	15,5	17,8
Fibre tessili artificiali e sintetiche	- 8,4	4,5	2,0	—	- 8,7	11,7	11,0

(1) Calcolate sugli indici Istat rettificati e depurati dalle variazioni stagionali. — (2) Le autovetture sono comprese in parte nei beni di investimento e in parte nei beni di consumo. — (3) Il bimestre giugno - luglio 1969 costituisce la punta massima pre-scioperi toccata nel corso di quell'anno

Nella media dei mesi di gennaio e febbraio l'indice generale si era riportato sulla linea tendenziale degli ultimi anni (fig. 17) realizzando un incremento del 3,4 per cento rispetto al massimo pre-scioperi toc-

FIG. 17



Produzione industriale nel complesso e secondo la destinazione economica dei prodotti
 (elaborazione indici Istat: rettificati e depurati dalle variazioni stagionali,
 base 1966 = 100, scala logaritmica - dati bimestrali)

cato nel giugno-luglio del 1969. All'accrescimento contribuivano i beni di consumo (4,5 per cento) e, in misura minore, quelli di investimento (3,8 per cento); per i beni di utilizzazione immediata invece, la ripresa, più stentata, risultava appena sufficiente a compensare la precedente caduta (0,6 per cento).

Nei tre bimestri successivi l'indice complessivo manifestava una tendenza alla diminuzione, che determinava il riassorbimento pressoché totale del guadagno di produzione conseguito nei mesi iniziali dell'anno (tav. a10). A livello settoriale vi contribuivano soprattutto i beni di investimento, sia per l'effetto che il calo della produzione edilizia esercitava sui materiali da costruzione, sia per l'accentrarsi nelle industrie metalmeccaniche, specie nei mesi da aprile a luglio, di numerose agita-

zioni operaie, con modalità di attuazione che provocavano perdite produttive proporzionalmente più elevate rispetto al numero di ore lavorative non effettuate. Anche nel settore dei beni di consumo l'influenza negativa esercitata dalle astensioni dal lavoro era ragguardevole: alle già ricordate agitazioni dei metalmeccanici, che in alcuni dei periodi in esame contribuivano a ridurre o a limitare la produzione di autovetture e di elettrodomestici, si aggiungevano fino all'aprile gli scioperi dei tessili e nel bimestre successivo quelli degli addetti alle industrie del legno. A causa soprattutto del rallentamento nel flusso delle esportazioni, la produzione di calzature assumeva un movimento discendente, destinato a prolungarsi lungo l'intero arco dell'anno, mentre per le lavorazioni alimentari, tessili e dell'abbigliamento l'evoluzione era contraddistinta dall'alternarsi di variazioni positive con altre di segno negativo; per i beni di utilizzazione immediata, da ultimo, i miglioramenti conseguiti nell'estate ne rendevano l'andamento complessivamente meno sfavorevole rispetto a quello degli altri due settori. Le diminuzioni registrate dal comparto chimico fino al giugno trovano in parte giustificazione nelle controversie sindacali connesse con i rinnovi contrattuali delle industrie a partecipazione statale; più in generale, peraltro, le insoddisfacenti risultanze che per lo stesso comparto si ricavano dal raffronto tra l'inizio e la fine del 1970 riflettono la crisi di ristrutturazione che attraversa il maggiore complesso chimico nazionale.

Nei mesi di settembre e ottobre l'attività industriale accennava a un lieve miglioramento, che diveniva più consistente nel bimestre successivo, quando tutti e tre i principali settori produttivi risultavano in aumento, anche se per i beni di utilizzazione immediata ciò costituiva il parziale recupero della precedente flessione. Nel comparto dei beni di investimento, dove riprendevano le agitazioni dei metallurgici, e in quello dei beni di consumo, gli elementi positivi di maggiore rilievo erano costituiti dal consolidarsi della ripresa in atto sin dall'estate nelle industrie meccaniche, del mobilio, dell'abbigliamento e delle autovetture. Per queste ultime, i rilevanti aumenti produttivi venivano principalmente destinati al soddisfacimento della crescente domanda interna (fig. 16).

In definitiva, nella media dell'ultimo bimestre il livello produttivo risultava inferiore dello 0,2 per cento a quello del gennaio-febbraio e superiore dell'1,1 alla media annua. Settorialmente, dal raffronto con il primo dei due termini di riferimento si ricavano una variazione negativa dell'1,2 per cento per i beni di investimento, un miglio-

mento dello 0,9 per quelli di utilizzazione immediata e una sostanziale stazionarietà (0,1 per cento) per quelli di consumo; rispetto alla media annua le variazioni dei tre settori, tutte positive, si sono commisurate all' 1,5, allo 0,6 e all' 1,0 per cento.

Nei primi due mesi dell'anno in corso l'indice generale ha ripreso il movimento discendente che aveva contraddistinto gran parte del 1970. Alla diminuzione (1,0 per cento) hanno concorso i beni di investimento (1,8 per cento) e, in misura minore, quelli di consumo (1,1 per cento); per i beni di utilizzazione immediata, invece, si è avuto un incremento dell' 1,1 per cento. Nel marzo, l'attività produttiva ha registrato un calo ancora più accentuato, toccando un livello inferiore di circa il 3 per cento a quello medio del primo bimestre.

L'OCCUPAZIONE, LA PRODUTTIVITA' E I PREZZI

Occupazione.

La domanda di lavoro. — Nel 1970 l'occupazione complessiva ha interrotto la tendenza alla diminuzione prevalente nel medio periodo, segnando un lieve aumento (0,5 per cento; tavv. 32 e a 12). Al suo interno, inoltre, si sono accentuati gli opposti andamenti settoriali: ad un esodo agricolo che è risultato il più elevato dal 1963 (— 8,5 per

TAV. 32

BILANCIO DELL'OCCUPAZIONE

(variazioni in migliaia di unità rispetto all'anno precedente)

Settori	1968		1969		1970		1970 consistenza (migliaia di unità)
	impieghi	fonti	impieghi	fonti	impieghi	fonti	
Italia Nord-Occidentale							
Industria	51		73		39		3.218
Agricoltura	- 56		- 69		- 44		516
Servizi	36		- 46		55		1.966
Disoccupazione (aumento -) .		15		25		2	109
Forze di lavoro (aumento +) .		16		- 67		48	5.809
Totale . . .	31	31	- 42	- 42	50	50	
Italia Nord-Orientale e Centrale							
Industria	100		115		89		3.132
Agricoltura	- 124		- 97		- 159		1.338
Servizi	31		- 14		107		2.985
Disoccupazione (aumento -) .		—		14		36	209
Forze di lavoro (aumento +) .		7		- 10		1	7.664
Totale . . .	7	7	4	4	37	37	
Italia Meridionale e Insulare							
Industria	- 43		- 30		33		1.859
Agricoltura	- 129		- 58		- 137		1.829
Servizi	96		- 72		102		2.113
Disoccupazione (aumento -) .		- 20		- 8		10	297
Forze di lavoro (aumento +) .		- 56		- 152		- 12	6.098
Totale . . .	- 76	- 76	- 160	- 160	- 2	- 2	
Italia							
Industria (escluse costruzioni) .	114		104		153		6.225
Costruzioni	- 6		54		8		1.984
Agricoltura	- 309		- 224		- 340		3.683
Servizi	163		- 132		264		7.064
Disoccupazione (aumento -) .		- 5		31		48	615
Forze di lav. interne (aum. +)		- 67		- 222		6	19.571
Occupati all'estero (aumento -)		34		- 7		31	233
Totale . . .	- 38	- 38	- 198	- 198	85	85	

Elaborazione su dati Istat. I dati annui della presente tavola e delle successive elaborazioni sono la media aritmetica delle quattro rilevazioni effettuate annualmente dall'Istat.

cento) ha fatto riscontro un forte incremento (2,9 per cento) dell'occupazione extra-agricola, soprattutto di quella del settore terziario. Nell'industria invece, per effetto dell'arresto dello sviluppo dell'occupazione edile che si era accresciuta sensibilmente nel 1969, l'aumento degli addetti è stato uguale a quello dell'anno precedente per quanto riguarda il complesso degli occupati (2,0 per cento) e inferiore se si considerano i soli dipendenti (2,2 per cento contro 3,3 nel 1969).

Tav. 33

OCCUPAZIONE DIPENDENTE NELL'INDUSTRIA NELL'ANNO 1970

(variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo del 1969)

Voci	t r i m e s t r i			
	I	II	III	IV
Totale Industria: a)	2,0	2,5	1,9	2,5
b)	2,6	2,1	1,1	0,7
c)	3,9	2,2	1,2	....
d)	3,9	2,6	1,4	....
Costruzioni: a)	0,2	1,2	- 1,0	- 0,9
b)	5,6	1,8	- 0,5	- 0,9
c)	2,5	- 4,0	- 6,8	....
d)	0,2	- 3,6	- 6,6	....
Manifatturiere: a)	3,3	3,2	3,6	3,7
b)	2,4	2,3	1,6	0,8
c)	4,3	3,5	2,7	....
d)	4,8	3,8	2,7	....

Fonti:

- a) Istat: Rilevazioni trimestrali delle forze di lavoro;
- b) Istat: Indici del lavoro nell'industria (mensile);
- c) Ministero del lavoro: occupazione operaia;
- d) Ministero del lavoro: totale occupazione dipendente.

La valutazione complessivamente positiva che può essere tratta dai risultati dell'indagine campionaria Istat sia in termini annui sia anche trimestrali, calcolati a distanza di dodici mesi, deve però essere qualificata, se si considera che nel corso dell'anno si sono manifestati segni di una evoluzione meno favorevole, quali il graduale accrescersi del peso dei sottoccupati, indicato dalla stessa indagine campionaria, la decelerazione del tasso di sviluppo dell'occupazione dipendente industriale, risultante da una nuova indagine Istat (tav. 33) e la diminuzione dei tassi di avvicendamento rilevati dal Ministero del Lavoro (tav. a16).

L'entità dell'aumento dell'occupazione industriale e in particolare di quella manifatturiera, in una annata come il 1970 in cui lo sviluppo della produzione è stato assai contenuto, appare collegata all'evoluzione della produttività oraria e alle modifiche degli orari medi mensili di lavoro per addetto. Su questi ultimi hanno influito sia l'applicazione dei nuovi contratti di lavoro entrati in vigore all'inizio dell'anno, che prevedevano riduzioni degli orari base settimanali e limitazioni all'effettuazione di ore di lavoro straordinario, sia il più contenuto sviluppo dell'attività, specie nella seconda parte dell'anno.

D'altro canto, la dinamica della produttività oraria del lavoro ha subito un rallentamento, attribuibile in parte a fenomeni propri dell'annata, quali le astensioni parziali dal lavoro e i rallentati ritmi lavorativi, in parte allo scarso sviluppo degli investimenti degli anni precedenti nonché all'evoluzione dei fattori che condizionano normalmente l'andamento della produttività stessa nel breve termine.

Fra questi sembrano aver avuto particolare importanza i ritardi con cui la politica dell'impiego seguita dalle imprese si adegua all'evoluzione dell'attività produttiva. Dopo la flessione della fine del 1969 le imprese, attendendo una ripresa, sono state indotte ad accrescere l'occupazione nel primo trimestre dell'anno; la maggiore occupazione, però, è risultata poi in eccesso rispetto all'effettivo sviluppo della produzione e difficile da ridurre, sia per una certa riluttanza a licenziare manodopera nella speranza di più favorevoli sviluppi nel proseguimento dell'anno, sia per l'accentuazione dei vincoli di carattere istituzionale al licenziamento. Le imprese hanno cercato di effettuare i necessari aggiustamenti riducendo il numero di ore lavorate per addetto, ma, per le inevitabili difficoltà che questa azione incontra, ciò non è potuto avvenire nella misura che il nuovo momento congiunturale avrebbe richiesto.

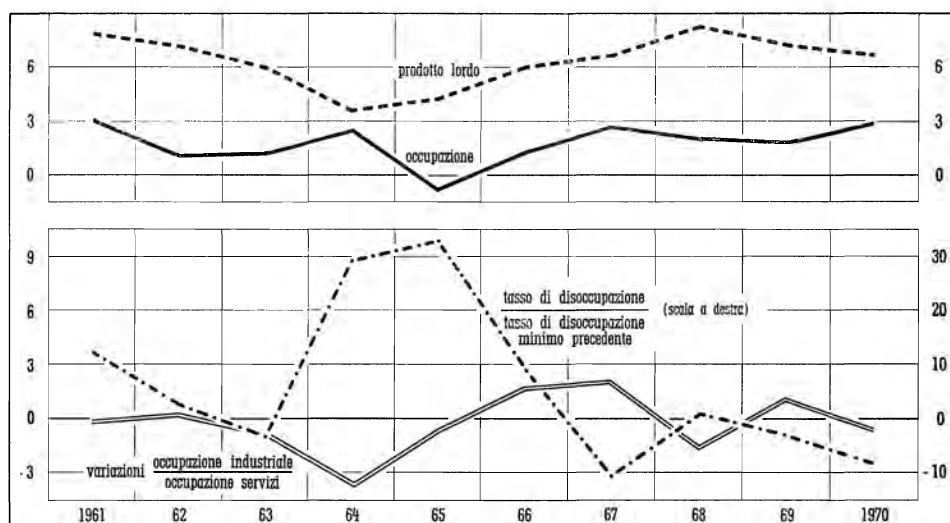
All'interno dell'industria manifatturiera la riduzione degli orari medi di lavoro ha interessato, nella media dei primi tre trimestri dell'anno, tutti i comparti, senza alcuna eccezione (tav. a 17). Essa è stata di maggiori dimensioni nelle industrie produttrici di cellulosa e fibre artificiali (— 8,4 per cento) in quelle di costruzione di mezzi di trasporto (— 4,8) nelle tessili (— 6,3) e nelle metallurgiche (— 3,4 per cento).

L'aumento di occupazione è stato maggiore nelle industrie metallurgiche (10,8 per cento) in quelle del vestiario e abbigliamento (8,4 per cento) in quelle della gomma elastica e nelle meccaniche (rispettivamente 6,3 e 5,9 per cento), mentre riduzioni si sono verificate nelle industrie delle calzature (— 1,8 per cento) e in quelle delle pelli e del cuoio (— 1,7 per cento).

L'aumento dell'occupazione nei servizi, pari al 3,9 per cento, è dipeso solo in parte dall'accresciuto prodotto del settore, mentre un ruolo importante sembra aver rivestito l'interazione fra gli andamenti della domanda di lavoro nell'industria e nel terziario e quello della disoccupazione.

Si è osservato infatti che quando nel settore industriale, che più degli altri condiziona i movimenti dell'occupazione complessiva, l'accelerazione della domanda di lavoro è minore di quella nei servizi, aumenta l'entità delle forze di lavoro che affluiscono in questi ultimi rinunciando ad una ricerca, via via meno agevole, di occupazione nell'industria.

Fig. 18



Occupazione, in unità di permanenti, nei servizi del settore privato e sue determinanti
(variazioni percentuali annue)

Elaborazione su dati Istat.

Tale effetto, che è rilevabile al livello dell'intero settore terziario (esclusa la Pubblica Amministrazione) anche se interessa essenzialmente i rami del commercio e dei servizi vari, si accentua, come è avvenuto nel 1970, in presenza di una riduzione del tasso di disoccupazione (fig. 18).

Conseguenza di tutto ciò è stato che nel settore terziario, a fronte di un aumento di prodotto minore dell'anno precedente, si è avuto un incremento di occupazione più elevato e quindi un minore guadagno di produttività.

L'offerta di lavoro. — Le forze di lavoro presenti in Italia sono cresciute nella media dell'anno di 37 mila unità, pari allo 0,2 per cento; l'aumento dell'offerta, che negli ultimi anni ha l'unico precedente del 1967, non ha tuttavia arrestato la continua flessione del tasso di attività.

L'elemento di stimolo dell'offerta, che ha compensato l'effetto riduttivo esercitato dal massiccio esodo agricolo, è stato costituito dall'incremento dell'occupazione nei settori industriale e terziario. Esso, nei primi due trimestri dell'anno, ha contenuto la perdita di forze di lavoro determinata da una diminuzione eccezionalmente elevata dell'occupazione agricola (— 9,5 e — 11,1 per cento rispettivamente) e negli ultimi due, in presenza di un minore calo degli occupati agricoli, ha consentito uno sviluppo delle forze di lavoro tradottosi nell'accennato aumento nella media dell'anno.

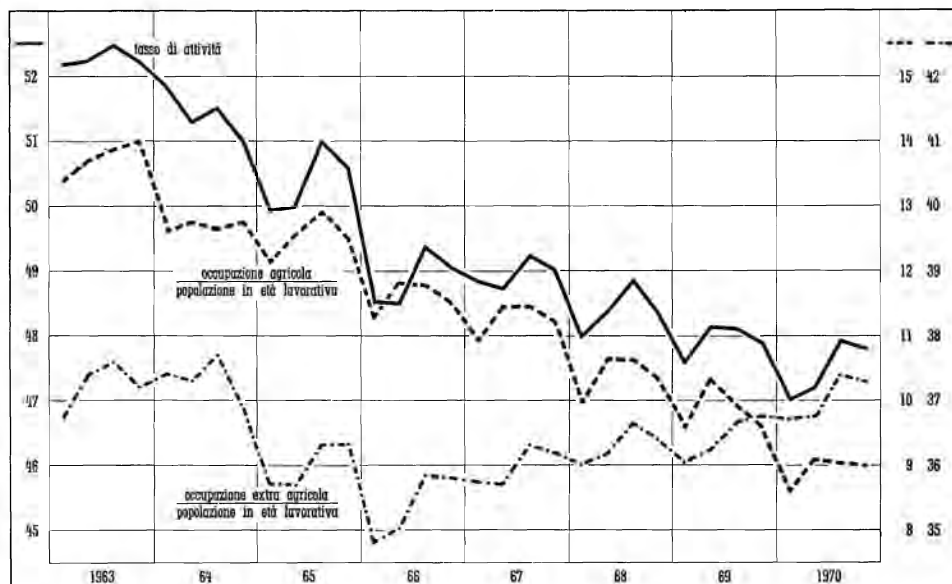
Le variazioni cicliche dell'offerta di lavoro appaiono infatti direttamente collegate con le modificazioni della domanda di lavoro extra-agricola, il cui aumento stimolerebbe un afflusso netto nel mercato del lavoro, oppure conterrebbe il deflusso di quanti, in mancanza di valide occasioni di impiego, abbandonerebbero un'infruttuosa ricerca di occupazione.

Queste osservazioni sull'andamento ciclico concorrono a spiegare la dinamica delle forze di lavoro, la cui flessione tendenziale, tuttavia, rimane collegata in larga parte alle modificazioni strutturali, economiche e sociali, che hanno caratterizzato l'evoluzione del nostro paese negli ultimi anni; tra esse, la forte diminuzione dell'occupazione agricola, cui si sono accompagnati vasti movimenti migratori interni e verso l'estero, l'accrescimento della frequenza scolastica e la generalizzata estensione del pensionamento.

In presenza di questi fenomeni di carattere strutturale, l'azione stimolante della domanda di lavoro extra-agricola si è manifestata in misura contenuta fino al 1966; successivamente essa ha assunto maggior rilievo contribuendo a frenare la tendenza discendente del tasso di attività (fig. 19).

La descritta dinamica dell'occupazione, combinata con l'andamento dell'offerta di lavoro, ha determinato nel 1970 una riduzione dei non occupati pari a 48 mila unità, con la conseguente flessione del tasso di disoccupazione dal 3,4 per cento nel 1969 al 3,1. Nel corso dell'anno l'evoluzione dei non occupati è stata però sensibilmente diversa. a distanza di dodici mesi si nota infatti una forte riduzione nella prima

Fig. 19

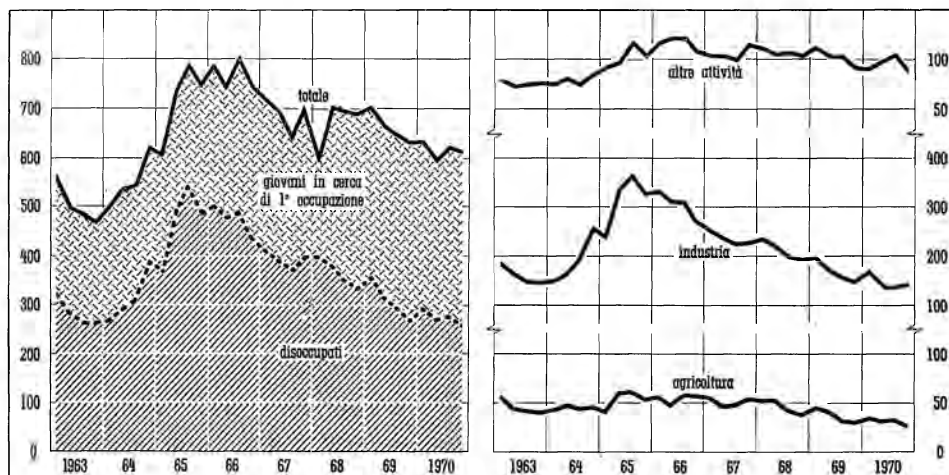


Domanda e offerta di lavoro

Elaborazione su dati Istat.

parte, in connessione con la sostenuta domanda extra-agricola, in progressiva attenuazione successivamente, anche per il contemporaneo aumento dell'offerta di lavoro. Tale dinamica, che ha interessato soprattutto i disoccupati in senso stretto (tav. a 12), rispecchia in parte il comportamento del settore industriale (fig. 20).

Fig. 20



Disoccupazione totale e disoccupati per settori di attività economica
(dati depurati dalle variazioni stagionali; migliaia di unità)

Elaborazione su dati Istat

Indicazioni meno favorevoli, sia nella media sia nel corso dell'anno, circa le possibilità di assorbimento dell'offerta di lavoro emergono dall'andamento degli iscritti alle prime due classi delle liste di collocamento. Questi sono rimasti immutati, nella media dell'anno, rispetto al 1969, ma sono apparsi in progressivo aumento, dal luglio in poi, rispetto ai corrispondenti mesi dell'anno precedente (tav. a19).

Relativamente ai giovani in cerca di prima occupazione, il 1970 ha segnato una diminuzione che interrompe l'andamento ascendente degli anni precedenti. La misura di essa è stata tuttavia così modesta che,

TAV. 34

DURATA DELLA RICERCA DELL'OCCUPAZIONE

(composizione percentuale)

Anni	meno di 3 mesi	da 3 a 6 mesi	da 6 a 12 mesi	da 1 a 2 anni	oltre 2 anni
<i>Giovani in cerca di prima occupazione</i>					
1959	10,7	15,9	24,0	24,3	25,1
1963	19,7	21,5	29,6	18,4	10,8
1966	26,8	21,0	29,2	15,9	7,1
1967	30,0	20,5	26,9	14,5	8,1
1968	27,5	21,1	27,2	16,0	8,2
1969	20,3	27,6	27,9	15,2	9,0
1970	16,9	29,2	28,0	17,2	8,7
<i>Disoccupati</i>					
1959	40,5	22,8	16,5	10,7	9,5
1963	49,5	25,4	14,5	7,1	3,5
1966	44,1	25,8	17,7	9,2	3,2
1967	53,4	20,4	15,0	7,9	3,3
1968	51,8	20,7	16,5	7,7	3,3
1969	46,1	25,7	15,6	8,4	4,2
1970	38,8	32,6	16,5	8,1	4,0

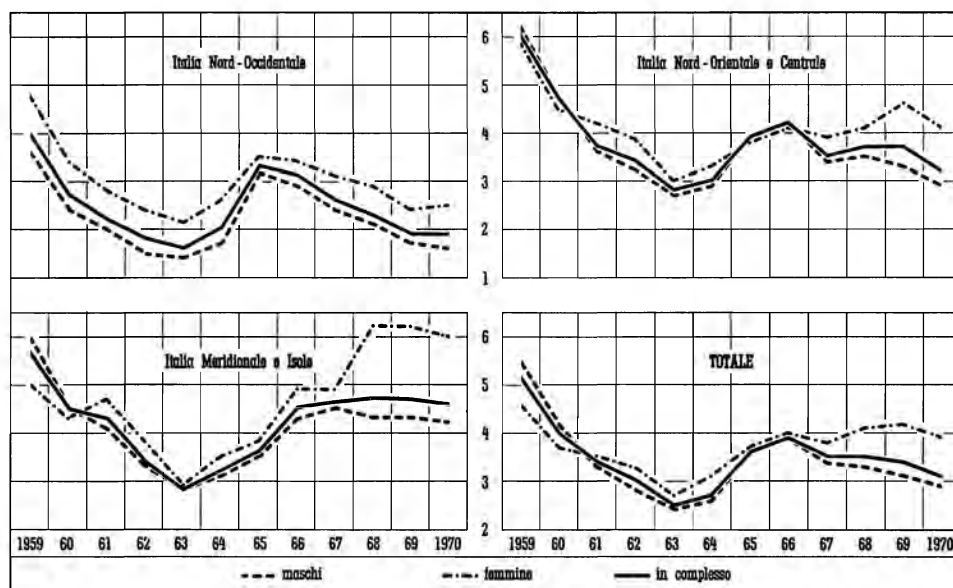
Fonte: Istat.

considerato anche l'aumento della durata della ricerca di occupazione (tav. 34), non sembra possa far ritenere superate le difficoltà di assorbimento di mano d'opera giovanile, specialmente nelle regioni meridionali.

A livello circoscrizionale, il maggior decremento della disoccupazione è localizzato nell'Italia nord-orientale e in quella centrale, dove il tasso di disoccupazione si è portato su livelli prossimi a quelli minimi

raggiunti in passato (fig. 21). Anche nelle altre circoscrizioni il tasso di disoccupazione è diminuito, sia pure in misura minore, collocandosi nell'Italia nord-occidentale a un livello prossimo a quello di pieno impiego e nell'Italia meridionale, invece, a un livello ancora assai elevato che conferma la mancanza di un soddisfacente ritmo di sviluppo di queste regioni.

FIG. 21



Tassi di disoccupazione per ripartizione geografica e sesso
(valori percentuali)
Elaborazione su dati Istat

Le retribuzioni.

L'attività sindacale. — Nel corso del 1970 l'attività sindacale si è mantenuta elevata, pur non raggiungendo l'intensità dell'anno precedente. Il rinnovo dei contratti collettivi in scadenza nell'anno si è svolto in tempi più brevi e con minore turbamento nei rapporti di lavoro; per contro, la ripresa della contrattazione aziendale ha dato luogo a vertenze sindacali di inusitata asprezza. Complessivamente, nei vari settori dell'economia, sono andate perdute per conflitti di lavoro 145 milioni di ore lavorative (tav. 35); tale grado di conflittualità risulta tra i più elevati dell'ultimo ventennio, inferiore soltanto a quelli del 1962 e del 1969.

La contrattazione nazionale, che nel 1969 aveva riguardato un alto numero di occupati, ha avuto un minor rilievo nel 1970. Nel settore industriale sono stati rinnovati nell'anno 37 contratti collettivi di lavoro che hanno interessato un

milione e 500 mila lavoratori, appartenenti per lo più a settori caratterizzati da bassi livelli di occupazione, con l'eccezione delle industrie tessili, del legno, delle confezioni in serie, delle calzature e delle calze e maglie. Nel settore terziario gli occupati interessati ai rinnovi contrattuali sono stati un milione e 110 mila, così ripartiti: 230 mila nel ramo dei trasporti, 700 mila nel commercio e 180 mila negli altri servizi.

La definizione, a livello aziendale, degli istituti economici e normativi rinviati dai contratti nazionali è alla base della ripresa, su larga scala, della contrattazione integrativa: nel settore industriale più di quattromila sono stati gli accordi aziendali stipulati nell'anno, che hanno riguardato oltre un milione e 300 mila lavoratori.

TAV. 35

ORE LAVORATIVE PERDUTE PER CONFLITTI DI LAVORO (1)

(migliaia)

Settori di attività economica	1968	1969	1970
AGRICOLTURA	7.528	19.146	3.328
INDUSTRIA	49.831	227.617	84.744
Estrattive	790	2.080	766
Manifatturiere	42.959	200.117	76.180
di cui: alimentari, tabacco e affini	1.822	3.549	1.453
tessili	3.762	6.880	32.227
vestiario e abbigliamento	3.830	3.604	4.690
metallurgiche e meccaniche	19.823	152.842	14.482
lavorazione minerali non metalliferi	3.202	7.136	4.293
chimiche e gomma	5.272	18.679	7.011
carta e poligrafia	1.509	3.326	1.271
Costruzioni	4.293	24.475	2.572
Elettricità, gas e acqua	1.789	945	5.226
ATTIVITÀ TERZIARIE	10.093	25.985	24.961
Commercio	1.435	4.221	5.242
Trasporti e comunicazioni	5.473	11.370	11.233
Credito e assicurazioni	138	5.909	297
Altre attività	3.047	4.485	8.189
PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	6.466	22.746	32.577
TOTALE	73.918	295.494	145.610

Fonte: Istat.

(1) I dati si riferiscono alle sole ore lavorative perdute a causa di conflitti di lavoro; essi pertanto non includono le ore perdute per scioperi originati da altre cause.

L'azione rivendicativa nelle aziende ha riguardato, oltre ai temi consueti della contrattazione, quali i miglioramenti salariali richiesti sotto varia forma e la riduzione dell'orario di lavoro, altri aspetti che investono più da vicino la condizione del lavoratore all'interno dell'azienda. Al riguardo, una particolare attenzione è stata posta ai

problemi dell'inquadramento e dell'addestramento professionale, sia riducendo il numero delle qualifiche e il tempo di permanenza nelle categorie inferiori, sia favorendo un più rapido avvicendamento nell'ambiente di produzione. Altri obiettivi dell'azione sindacale hanno riguardato l'equiparazione normativa tra operai ed impiegati e il controllo dell'ambiente di lavoro, da realizzarsi attraverso la contrattazione dei ritmi di produzione e degli organici.

L'evoluzione salariale nel 1970. — L'entrata in vigore all'inizio del 1970 di numerosi contratti di lavoro, la cui negoziazione aveva dato luogo nell'autunno precedente alle note vertenze sindacali, è alla base dei sensibili incrementi segnati dalle retribuzioni minime contrattuali in diversi settori dell'economia.

Le variazioni più accentuate si sono osservate nell'industria: i salari minimi contrattuali, esclusi gli assegni familiari, hanno presentato nella media del 1970 un aumento del 20,7 per cento rispetto all'anno precedente, pari a circa tre volte la variazione segnata nel 1969 (tav. 36). Sui dati di fine periodo, gli incrementi salariali (21,2 per

Tav. 36

RETRIBUZIONI LORDE MINIME CONTRATTUALI (1)
(variazioni percentuali)

Settori	1969 1968	1970 1969	dic. '70 dic. '69	giu. '70 dic. '69
SALARI				
Agricoltura	10,8	17,5	17,0	10,4
Industria	7,3	20,7	21,2	16,9
Estrattive	8,9	25,0	21,6	16,0
Manifatturiere	7,5	21,6	22,4	17,1
di cui: tessili	5,9	23,3	31,0	27,6
metalmeccaniche	6,3	28,4	27,3	24,9
chimiche	6,7	31,5	12,8	9,0
Costruzioni	6,9	19,5	19,4	17,2
Elettricità, gas e acqua	3,6	10,4	11,9	10,1
Commercio	5,2	13,2	16,0	7,4
Trasporti	5,1	13,6	12,4	9,0
STIPENDI				
Industria	5,2	14,1	13,9	10,4
Commercio	5,5	11,8	14,0	6,7
Pubblica Amministrazione	3,6	2,8	0,8	0,8

Fonte: Istat.

(1) Esclusi gli assegni familiari.

cento) risultano all'incirca uguali a quelli segnati nella media del 1970, essendo le nuove misure retributive entrate in vigore prevalentemente all'inizio dell'anno.

La relativa uniformità degli aumenti salariali previsti dai nuovi contratti di lavoro nell'industria, in particolare nel ramo manifatturiero, riflette, oltre a probabili effetti di imitazione tra settori, il processo di crescente coesione delle forze sindacali e la conseguente elaborazione di linee rivendicative uniformi per le varie classi e categorie di attività economica.

In aggiunta ai miglioramenti tabellari, hanno contribuito nel 1970 a un'ulteriore lievitazione delle retribuzioni minime contrattuali lo scatto di otto punti dell'indennità di contingenza, l'applicazione della seconda fase dell'abolizione dell'assetto zonale e la graduale riduzione dell'orario di lavoro.

TAV. 37

RETRIBUZIONI DI FATTO NELL'INDUSTRIA (1)

(variazioni percentuali)

Settori	1969 1968 ⁽²⁾	1970 1969 ⁽²⁾	3° trim. 1969 3° trim. 1968	3° trim. 1970 3° trim. 1969
Industrie in complesso	8,8	22,3	10,3	22,4
Manifatturiere	9,1	23,4	11,3	23,4
di cui: alimentari	11,3	17,8	15,4	19,2
tessili	8,6	20,8	13,2	25,2
metalmecchaniche	9,0	27,3	11,1	26,3
chimiche	10,4	33,5	12,8	32,8
Costruzioni	7,2	21,5	9,1	20,1

Fonte: Ministero del lavoro e della previdenza sociale.

(1) Esclusi gli assegni familiari e gli altri elementi accessori. — (2) Media dei primi tre trimestri.

Nel settore del pubblico impiego le retribuzioni minime contrattuali non hanno presentato variazioni di rilievo, in quanto le nuove misure tabellari fissate dal riassetto, pur avendo applicazione dal 1° luglio 1970, sono state approvate in sede legislativa all'inizio del 1971. A partire da questa data è pure aumentata di sette punti l'indennità di contingenza dei pubblici dipendenti.

L'evoluzione delle retribuzioni di fatto nel settore industriale non è stata sostanzialmente diversa da quella delle retribuzioni contrattuali, come generalmente accade negli anni di intensa ed estesa contrattazione collettiva. Limitatamente alle industrie manifatturiere, i guadagni medi

orari, esclusi gli elementi accessori, sono aumentati nella media dei primi tre trimestri del 1970 del 23,4 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (tav. 37), a fronte di un incremento del 21,2 per cento segnato dai salari contrattuali, esclusi gli assegni familiari.

L'evoluzione comparata negli ultimi tre anni delle retribuzioni contrattuali e di fatto nel settore manifatturiero indica che lo scostamento fra le due serie, che può essere assunto come indicatore dello slittamento salariale, dopo essere aumentato nel corso del 1968 e aver raggiunto il massimo all'inizio del 1969, è andato attenuandosi nei successivi trimestri, fino a raggiungere un minimo nel primo del 1970, per risalire un poco nei successivi due (tav. 38 e fig. 22). Tale andamento riflette l'alternarsi della contrattazione collettiva con quella

TAV. 38

**EVOLUZIONE COMPARATA DEI SALARI CONTRATTUALI E DI FATTO
NELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA**

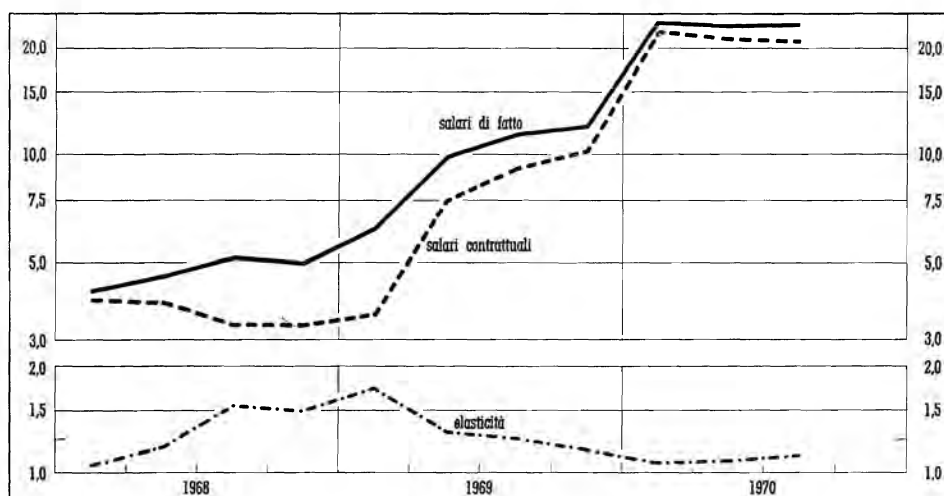
(variazioni percentuali rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente)

Periodo	Salari (esclusi elementi accessori) (1)			Salari (compresi elementi accessori) (1)		
	contrattuali (Istat)	di fatto (Min. Lav.)	Rapporti	contrattuali (Istat)	di fatto	
	1	2	3 = 2:1	4	(Min. Lav.) 5	(Istat) 6
1966 - media . . .	3,9	3,9	1,000	3,9	2,2	—
1967 - » . . .	5,6	6,2	1,107	3,9	5,4	—
1968 - » . . .	3,6	4,5	1,250	3,0	4,4	—
1969 - » . . .	7,5	9,9	1,320	6,6	10,3	—
1970 - » . . .	21,6	..	..	18,6	..	22,1
1968 - 1° trim. . .	3,9	4,1	1,051	3,2	2,1	—
2° » . .	3,8	4,5	1,184	3,3	5,5	—
3° » . .	3,3	5,1	1,545	2,9	4,9	—
4° » . .	3,3	4,9	1,485	2,8	4,9	—
1969 - 1° trim. . .	3,5	6,1	1,743	3,3	5,4	—
2° » . .	7,4	9,7	1,311	6,2	9,7	—
3° » . .	9,1	11,4	1,253	8,0	11,2	—
4° » . .	10,2	11,9	1,167	8,7	15,5	—
1970 - 1° trim. . .	22,1	23,5	1,063	18,9	23,3	22,5
2° » . .	21,0	23,0	1,095	18,1	20,2	20,2
3° » . .	20,8	23,4	1,125	17,8	22,8	24,3
4° » . .	22,6	..	..	19,5	..	20,3

(1) Gli elementi retributivi accessori comprendono nella col. 4 i soli assegni familiari; nelle coll. 5 e 6 anche le integrazioni salariali, le gratifiche e i premi di produzione. Nella col. 3, il rapporto tra i saggi annui di variazione dei salari contrattuali e di fatto al netto delle voci retributive accessorie (coll. 1 e 2), fornisce una misura dello slittamento salariale. Il confronto tra le serie di cui alla col. 4 e alle coll. 5 e 6 non consente di evidenziare quest'ultimo fenomeno, a causa dell'irregolarità di corrispondenza degli elementi accessori, come le prestazioni della Cassa integrazione guadagni.

aziendale: la prima, influenzando in maggior misura sui salari contrattuali, costituisce un fattore di riduzione dello slittamento salariale; la seconda, determinando nelle singole aziende miglioramenti salariali che non hanno ripercussioni sulle retribuzioni tabellari fissate dai contratti collettivi, aumenta il divario fra le due serie. La ripresa dello slittamento salariale nel secondo e terzo trimestre del 1970, dopo il minimo toccato all'inizio dell'anno per effetto dell'entrata in vigore dei nuovi contratti collettivi, riflette essenzialmente la ripresa della contrattazione aziendale.

FIG. 22



Evolutione comparata dei salari contrattuali e di fatto nell'industria manifatturiera
(variazioni percentuali di un trimestre sul corrispondente dell'anno precedente; scala logaritmica)

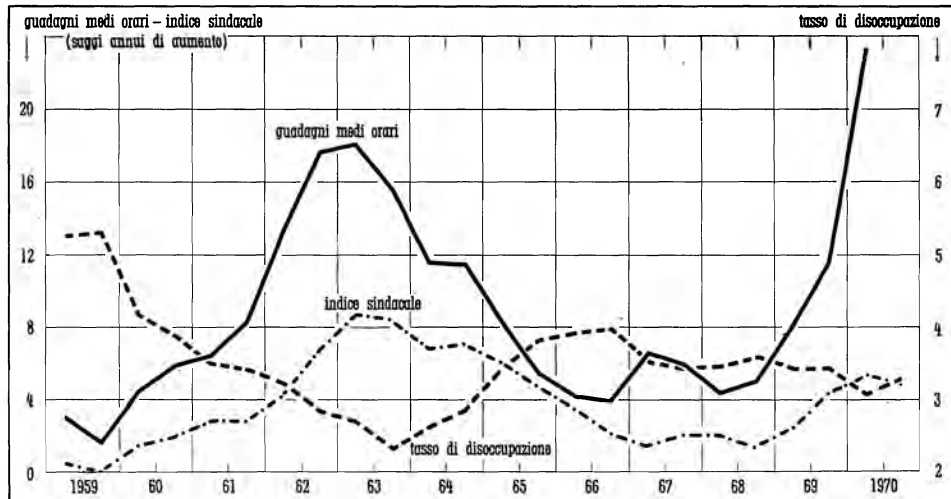
Nota. — Nella parte inferiore della figura l'elasticità delle retribuzioni di fatto rispetto a quelle contrattuali fornisce una misura orientativa dello slittamento salariale.

Fonte: Ministero del lavoro e della previdenza sociale; Istat.

L'eccezionalità dello sviluppo dei salari industriali in un anno come il 1970, nel quale le relazioni fra domanda e offerta di lavoro non hanno manifestato l'insorgere di tensioni particolarmente gravi, sembra da collegare alle situazioni in cui hanno operato i fattori che normalmente influenzano l'andamento salariale nel breve e nel lungo periodo e segnatamente il tasso di disoccupazione (fig. 23).

Questo, infatti, pur discendendo ulteriormente, è rimasto sensibilmente al di sopra del minimo toccato nel 1963, con in più un miglioramento qualitativo nella composizione dei non occupati, sia per l'abbassamento del livello della disoccupazione strutturale conseguito attraverso il progressivo assorbimento da parte delle imprese di individui senza precedente esperienza professionale nel settore industriale, sia per la migliore qualificazione delle forze di lavoro giovanili.

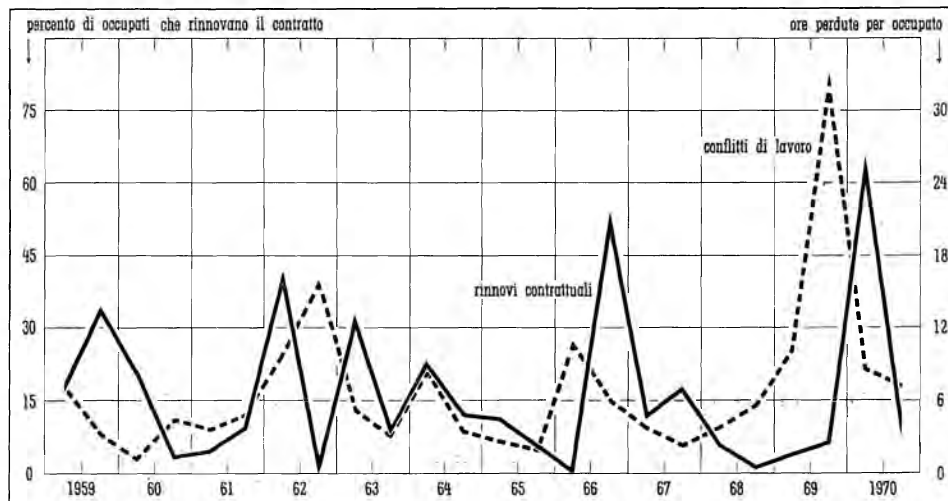
FIG. 23



Salari di fatto nell'industria manifatturiera,
 indice sindacale del costo della vita e tasso di disoccupazione
 (per i salari e per l'indice del costo della vita: variazioni di un semestre sul corrispondente
 dell'anno precedente; per il tasso di disoccupazione: medie semestrali)

Fonte: Ministero del lavoro e della previdenza sociale; Istat.

FIG. 24



Contrattazione collettiva nell'industria e conflitti di lavoro nel settore manifatturiero
 (per la contrattazione: percentuale di occupati che rinnovano il contratto collettivo di lavoro
 nel semestre, secondo la data di decorrenza; per i conflitti di lavoro: ore lavorative perdute per
 occupato nel semestre)

Fonte: Istat ed elaborazioni della Banca d'Italia. Per i calcoli relativi alla contrattazione si è considerato un
 campione di settori che include più del 90 per cento dell'occupazione dipendente coperta da contratto collettivo.

Si sono però aggiunti due importanti fattori contingenti: l'elevata concentrazione dei rinnovi contrattuali, che hanno interessato il 73 per cento degli occupati nell'industria, contro il 42 e il 54 nel 1962 e nel 1966 e l'accresciuta forza dei sindacati, con la conseguenza di una maggiore asprezza delle controversie di lavoro, dimostrata dal numero di ore di sciopero effettuate (fig. 24). L'eccezionalità degli aumenti salariali sembra potersi spiegare con l'operare congiunto di questi tre fattori, come confermato, all'inverso, dall'esperienza del 1966, allorquando, nonostante una forte concentrazione dei rinnovi contrattuali, non si ebbero incrementi salariali di rilievo dato il diverso stato della disoccupazione.

Il costo del lavoro nelle industrie manifatturiere. — Lo sviluppo delle retribuzioni di fatto ha dato luogo nell'industria a un aumento del costo del lavoro per occupato particolarmente elevato, anche se attenuato dall'incremento meno che proporzionale degli oneri indiretti.

TAV. 39

COSTO DEL LAVORO NELLE INDUSTRIE MANIFATTURIERE
(indici, 1966 = 100)

Periodo	Prodotto lordo al costo dei fattori (a)	Occupazione complessiva (unità di perma- nenti)	Produttività del lavoro	Costo del lavoro	
				per occupato dipendente (b)	per unità di prodotto
	(1)	(2)	(3) = (1) : (2)	(4)	(5) = (4) : (3)
1968 - media annua	120,2	104,6	114,9	118,3	103,0
1969 - » »	128,3	106,5	120,4	129,2	107,3
1970 - » »	138,6	109,8	126,2	153,8	121,9
1968 - 1° trim.	116,4	104,1	111,8	115,7	103,5
2° »	118,4	104,6	113,2	118,7	104,9
3° »	121,1	104,7	115,7	119,1	102,9
4° »	123,8	105,0	117,9	119,7	101,5
1969 - 1° trim.	128,7	105,3	122,2	123,8	101,3
2° »	132,4	106,6	124,2	131,6	106,0
3° »	131,6	106,3	123,8	133,2	107,6
4° »	120,5	107,8	111,8	128,2	114,7
1970 - 1° trim.	140,5	108,7	129,3	146,8	113,5
2° »	137,0	109,3	125,3	152,4	121,6
3° »	136,7	110,2	124,0	156,0	125,8
4° »	140,1	111,0	126,2	160,0	126,8

Elaborazione su dati Istat.

(a) Prezzi 1963. — (b) Calcolato sul reddito da lavoro dipendente al netto degli oneri fiscalizzati.

Nel settore manifatturiero, l'aumento del costo del lavoro per occupato dipendente è stato nella media dell'anno del 19,0 per cento e ha trovato limitate possibilità di assorbimento nello sviluppo del prodotto per occupato (4,8 per cento) che anzi ha rallentato il proprio ritmo rispetto a quello di medio periodo; ne è derivato un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto del 13,6 per cento che è il più elevato tra quelli avutisi nell'ultimo decennio. Nel corso dell'anno, i maggiori costi per occupato si sono riflessi su quelli del lavoro per unità di prodotto in misura minore nel primo trimestre, nel quale al forte balzo salariale ha fatto riscontro un elevato sviluppo della produttività che ha recuperato la precedente flessione e ha segnato un sensibile miglioramento, e più elevata nei successivi quando al proseguire, sia pure a un ritmo divenuto meno celere, degli aumenti delle retribuzioni si è aggiunta una diminuzione della produttività per le difficoltà incontrate dall'attività produttiva (tav. 39).

Per quanto riguarda più in particolare l'andamento della produttività per occupato, mentre gli aumenti annui del 1969 e del 1970 risultano praticamente uguali e ambedue inferiori al tasso di medio periodo, il confronto fra la media dei primi otto mesi mette in luce per il 1970 un incremento (1,5 per cento) uguale ad appena un sesto di quello del corrispondente periodo del 1969 (10,2 per cento; tav. 40). Ciò significa che, se si prescinde dagli effetti perturbatori esercitati dall'autunno 1969 sull'omogeneità del confronto, l'abbassamento nel 1970 dello sviluppo della produttività per addetto risulta particolarmente forte e assai maggiore di quello precedentemente osservato per la produttività oraria.

Tav. 40

**PRODUZIONE, OCCUPAZIONE, ORE LAVORATE E PRODUTTIVITA'
NELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA**

(variazioni percentuali rispetto al periodo precedente)

Periodo	Prodotto lordo al costo dei fattori (a)	Occupazione complessiva (unità di permanenti)	Ore lavorate per occupato	Monte ore	Produttività del lavoro	
					per occupato	per ora lavorata
1968	9,3	1,0	0,1	1,1	8,2	8,1
1969	6,7	1,8	- 4,3	- 2,6	4,8	9,5
1970	8,0	3,1	- 0,3	2,8	4,8	5,1
1969 } primi 8 mesi	11,9	1,5	- 1,7	- 0,2	10,2	12,1
1970 }	4,6	3,1	- 2,9	0,1	1,5	4,5

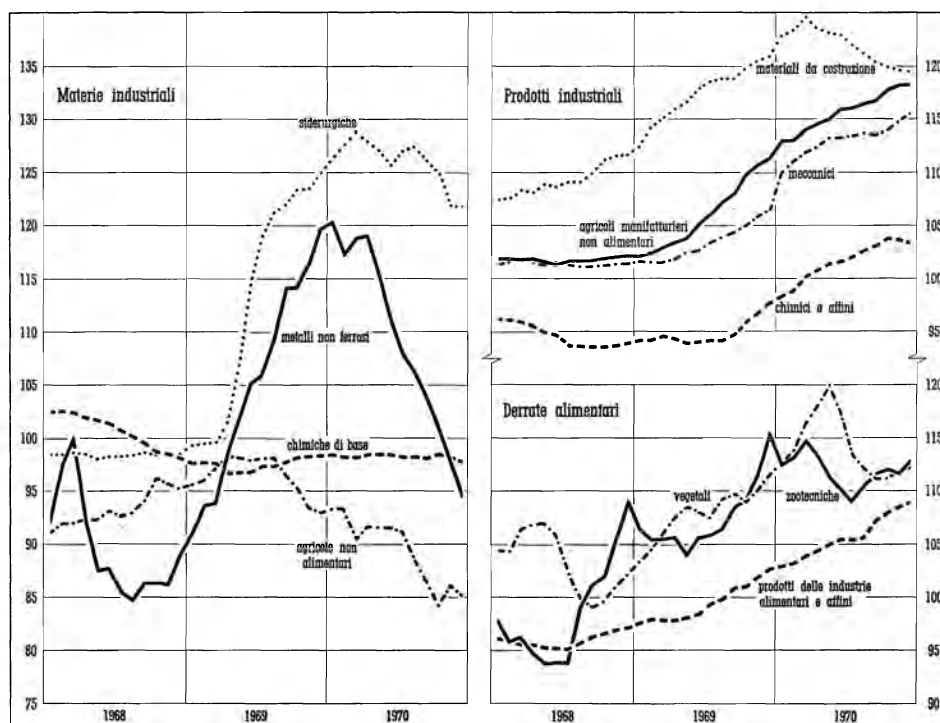
Elaborazione su dati Istat.
(a) Prezzi 1963.

I prezzi.

I prezzi ingrosso. — Il maggiore costo unitario del lavoro sembra essere stato la principale causa del rincaro dei prezzi dei prodotti industriali nel corso del 1970 (7,4 per cento; tav. 41 e fig. 25).

L'accrescimento è stato più intenso nei primi cinque mesi dell'anno, sia per l'impatto immediato dei contratti di lavoro, sia per il proseguire dell'ascesa dei corsi internazionali delle materie prime, sia per le più vivaci condizioni della domanda che, unitamente alle ten-

FIG. 25



Prezzi ingrosso per gruppi merceologici

(indici, 1966 = 100)

Elaborazione su dati Istat

denze inflazionistiche nei principali paesi concorrenti (tav. a23), hanno favorito il trasferimento di parte dei maggiori costi. Nella seconda metà del 1970, pur proseguendo l'ascesa, il ritmo di incremento ha subito un'attenuazione in dipendenza del rallentato andamento dell'economia e della caduta dei corsi delle materie industriali. Ad eccezione dei com-

PREZZI INGROSSO INTERNI E INTERNAZIONALI

(variazioni percentuali degli indici, fino al 1970: 1966 = 100 - dal 1971: 1970 = 100)

Indici	1969 1968	1970 1969	dic. 69 dic. 68	dic. 70 dic. 69	mag. 70 dic. 69	dic. 70 mag. 70	mar. 71 dic. 70
(in ragione annua)							
PREZZI INTERNI							
ISTAT							
Indice generale	3,9	7,3	7,3	5,0	8,2	2,6	3,9
Per natura di prodotti:							
agricoli	5,9	4,9	7,3	- 0,2	8,2	- 5,8	6,0
non agricoli	3,5	7,9	7,3	6,1	8,2	4,6	3,5
Per gruppi merceologici (1):							
Derrate alimentari	5,0	5,7	6,8	2,9	4,7	—	3,1
prodotti: agricoli alimentari	4,5	5,8	9,1	0,7	17,9	- 10,7	2,0
zootecnici alimentari . . .	9,0	4,2	5,9	- 1,6	- 8,9	3,7	13,0
industrie alimentari e affini	3,6	6,3	5,7	6,2	5,4	6,7	—
Materie e prodotti industriali	3,4	8,1	7,5	6,1	8,9	4,0	4,3
materie industriali	9,0	5,9	16,4	- 3,9	0,4	- 7,0	0,4
prodotti industriali	2,9	8,7	6,5	7,4	10,7	4,9	4,3
Per destinazione economica:							
Beni: di consumo	3,9	6,3	6,5	4,6	6,7	3,0	2,7
di investimento	6,6	11,1	12,5	5,3	13,7	- 0,7	5,2
Materie ausiliarie	- 2,5	4,0	0,3	6,9	1,8	10,5	3,1
CAMERA DI COMMERCIO DI MILANO							
Indice generale	4,9	7,5	10,1	1,5	2,4	0,8	1,2
Prodotti alimentari	5,0	3,5	4,3	1,8	0,3	2,9	- 2,7
Materie industriali	4,8	9,3	12,6	1,4	3,4	- 0,1	2,8
PREZZI INTERNAZIONALI							
VOLKSWIRT							
Indice generale	3,5	1,4	4,4	- 2,1	- 0,2	- 3,5	2,8
Prodotti alimentari	2,1	4,7	3,2	4,5	3,4	5,2	- 3,3
Materie industriali	3,7	0,1	4,4	- 4,3	- 2,1	- 6,0	6,2
REUTER							
Indice generale	7,9	4,9	8,2	- 1,1	3,7	- 4,5	- 12,0
MOODY							
Indice generale	8,8	3,9	12,7	- 7,9	- 1,1	- 12,8	- 4,9

(1) Elaborazione degli indici Istat. L'indice dei prezzi delle materie industriali non comprende il legname da lavoro, i combustibili vegetali, il petrolio greggio, i manufatti di cemento e il materiale da cava, considerati invece nell'indice complessivo delle materie e dei prodotti industriali.

PREZZI DEI PRODOTTI E DELLE MATERIE INDUSTRIALI

(variazioni percentuali degli indici, 1966 = 100)

Indici	1969	1970	dic. 69	dic. 70	mag. 70	dic. 70
	1968	1969	dic. 68	dic. 69	dic. 69	mag. 70
					(in ragione annua)	
Prodotti industriali (1)	2,9	8,7	6,5	7,4	10,7	4,9
di cui:						
Prodotti chimici	0,4	7,1	4,1	5,8	9,3	3,2
Macchine e apparecchiature elettriche .	2,8	9,4	7,4	6,2	15,8	- 0,6
Macchine e attrezzature non elettriche	2,6	11,5	6,5	10,0	18,0	4,1
Mezzi di trasporto	0,1	5,8	1,3	6,8	10,2	4,2
Tessili	3,1	7,6	6,4	7,1	9,3	5,3
Pneumatici	3,4	6,9	6,8	3,5	8,3	—
Materiali da costruzione	7,4	3,8	8,2	- 1,1	4,8	- 5,1
Mobili in legno	4,7	15,6	11,9	13,1	11,2	13,8
Materie industriali (1)	9,0	5,9	16,4	- 3,9	0,4	- 7,0
di cui:						
Prodotti chimici di base	- 3,2	0,7	0,1	- 0,7	0,2	- 1,4
Metalli non ferrosi	17,5	3,9	34,5	- 21,1	- 9,0	- 31,0
Prodotti siderurgici	14,7	11,7	26,9	- 2,5	4,4	- 7,3
Prodotti agricoli e zoot. non alimentari	3,4	- 7,3	- 2,4	- 8,4	- 3,6	- 12,0
Combustibili e lubrificanti	- 0,3	4,6	1,9	7,2	1,5	11,2

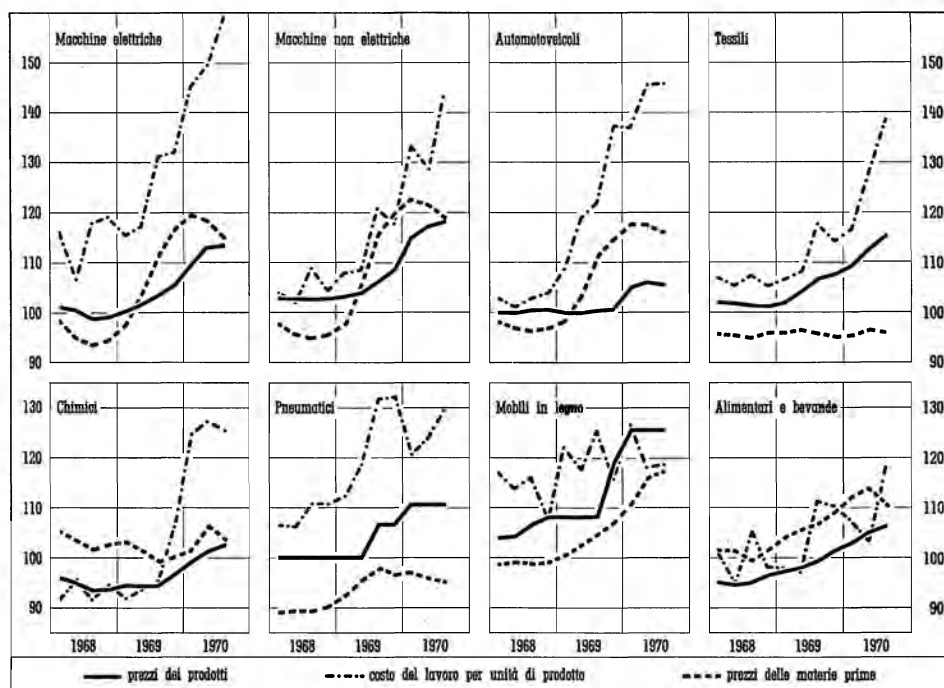
(1) Elaborazione degli indici Istat.

bustibili e dei lubrificanti, l'intero settore delle materie prime ha difatti mostrato nel secondo semestre un progressivo cedimento dei corsi, risultato massimo per i metalli non ferrosi (tav. 42).

L'esame dei prezzi dei singoli prodotti manufatti (fig. 26) conferma la loro maggiore sensibilità all'andamento del costo unitario del lavoro rispetto a quello delle materie prime. L'esigenza di tener conto, per i comparti maggiormente esposti alla concorrenza internazionale, dell'evoluzione delle quotazioni nei principali paesi esteri ha concorso, unitamente ai fattori interni, ad imprimere un andamento differenziato ai vari prodotti.

Nel corso degli ultimi due anni i maggiori incrementi dei costi primi si sono avuti nei tre settori delle macchine elettriche, non elettriche e degli autoveicoli. L'evoluzione dei prezzi non è stata tuttavia analoga in quanto, per i primi due comparti, i continui rincari avvenuti nei mercati esteri hanno consentito un progressivo adeguamento delle quotazioni interne mentre, per i mezzi di trasporto, la stabilità nei paesi concorrenti è stata maggiore e lo slittamento dei prezzi è potuto avvenire solo all'inizio e alla fine del 1970 in concomitanza con gli aumenti attuati dagli altri produttori europei. Nei settori delle industrie chimiche e tessili, nonostante la maggiore esigenza di contenimento dipendente dalla concorrenza

Fig. 26



Prezzi e costi delle principali categorie di manufatti
(indici, 1966 = 100)

Elaborazione su dati Istat e del Ministero del Lavoro e della Previdenza sociale

internazionale, l'accentuato rincaro del costo del lavoro, in presenza di un inadeguato sviluppo della produttività, si è trasferito sui prezzi, aumentati in misura maggiore che nel 1969.

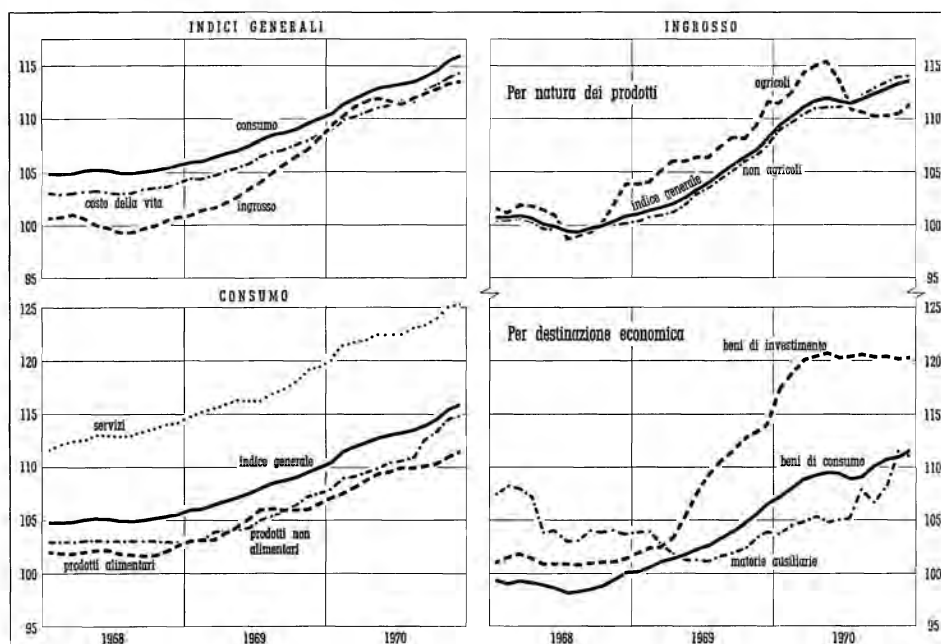
Per i prodotti alimentari e per i mobili in legno l'ascesa dei prezzi, a un ritmo più elevato di quello delle materie prime e del costo del lavoro, trae origine dalla minore esposizione delle industrie produttrici all'evoluzione dei mercati esteri nonché dall'andamento favorevole della domanda interna. Il prezzo dei pneumatici, infine, rincarato nel 1969 dopo un triennio di assoluta stabilità, è solo moderatamente cresciuto nel 1970, riflettendo anche l'andamento sostanzialmente stazionario di tutti i costi.

Per il complesso delle materie e dei prodotti industriali, gli andamenti precedentemente descritti hanno determinato nel corso del 1970 un rincaro del 6,1 per cento, risultante da incrementi in ragione annua dell' 8,9 nei primi cinque mesi e del 4,0 per cento nei successivi.

Una diversa evoluzione e uno sviluppo più moderato (2,9 per cento a fine periodo) hanno invece presentato le quotazioni delle derivate alimentari, riflettendo rispettivamente le fluttuazioni e lo scarso incremento dei prezzi dei prodotti di origine vegetale (0,7 per cento). Circa questi ultimi, gli squilibri stagionali tra la domanda e l'offerta

sono stati amplificati, nei due sensi, da circostanze particolari: per i cereali, la forte ascesa delle quotazioni nella prima parte dell'anno può essere collegata alla precedente contrazione delle scorte ammassate presso l'ente statale di intervento; per gli ortofrutticoli, la caduta estiva dei prezzi è stata accentuata dalla riduzione delle esportazioni e dal manifestarsi di raccolti talora sovrabbondanti. I prodotti zootecnici, pur nella differenziazione tra i vari beni, hanno registrato, tra il dicembre 1969 e il dicembre 1970, un'intonazione discendente ($-1,6$ per cento), mentre quelli trasformati industrialmente hanno visto accrescersi le loro quotazioni del $6,2$ per cento, in relazione anche con gli aumentati oneri derivanti dal costo del lavoro.

Fig. 27



Prezzi ingrosso, al consumo e costo della vita
(indici, 1966 = 100)

Fonte: Istat

Con riguardo alla destinazione economica dei prodotti, le quotazioni dei beni di investimento, accresciutesi nel corso del 1970 del $5,3$ per cento, sono state soggette a un andamento ancora in forte ascesa all'inizio dell'anno e poi stazionario, che riflette principalmente quello dei beni legati all'attività edilizia nonché la descritta evoluzione dei corsi internazionali delle materie prime industriali. In misura minore ($4,6$ per cento) sono aumentati i prezzi dei beni di

consumo, al contrario di quelli delle materie ausiliarie, che hanno registrato il più elevato incremento (6,9 per cento) principalmente dovuto al forte rialzo nell'ultima parte dell'anno dei noli dei prodotti petroliferi e delle quotazioni internazionali dei combustibili solidi.

Complessivamente i prezzi ingrosso hanno registrato, durante il 1970, un incremento del 5,0 per cento, inferiore sia a quello avutosi nell'anno precedente (7,3 per cento) sia al rialzo medio annuo che è stato pure del 7,3 per cento (tav. 41; fig. 27). Riflettendo la ricordata evoluzione delle singole componenti, nei primi cinque mesi l'ascesa (8,2 per cento in ragione annua) è stata superiore a quella avvenuta nel 1969; successivamente, dopo una leggera contrazione nel bimestre giugno-luglio, la crescita è ripresa assestandosi su un ritmo notevolmente attenuato. Nel complesso, tra il maggio e il dicembre, l'aumento dell'indice è stato del 2,6 per cento in ragione annua.

L'incremento dei prezzi ingrosso si è di nuovo accentuato nei primi tre mesi del 1971 (3,9 per cento in ragione annua tra il dicembre e il marzo); gli aumenti si sono concentrati sui prodotti manufatti e, in misura più ridotta, sulle derrate alimentari, mentre i corsi delle materie industriali sono rimasti pressoché stazionari.

I prezzi al consumo. — L'aumento dei prezzi al consumo (4,9 per cento) è stato inferiore di oltre due punti a quello dei prezzi ingrosso nella media del 1970, ma leggermente superiore (5,4 per cento) nel corso dei dodici mesi; il rialzo durante l'anno, il più accentuato dal 1964, è proseguito anche nel primo trimestre del 1971, ad una cadenza solo moderatamente più ridotta (tav. 43; fig. 27).

A differenza di quello ingrosso, l'indice dei prezzi al consumo ha avuto un'intonazione ascendente in tutti i mesi del 1970. La maggiore regolarità d'andamento trova spiegazione in due ordini di fattori: da un lato la composizione del paniere dei beni, non comprendente nei prezzi al dettaglio le materie prime e i beni di investimento e includente invece i servizi, non soggetti a fluttuazioni stagionali; dall'altro la maggiore viscosità generata dall'imperfezione dei circuiti distributivi.

Settorialmente, il maggior rincaro si è avuto nei prodotti non alimentari (6,9 per cento a fine periodo) sui quali si sono trasferiti integralmente i rialzi avvenuti nelle quotazioni ingrosso. Anche nel comparto delle derrate alimentari la tendenza ascendente dei prezzi si è accelerata, interessando soprattutto alcuni prodotti di origine animale,

PREZZI AL CONSUMO E COSTO DELLA VITA

(variazioni percentuali degli indici, fino al 1970: 1966 = 100 - dal 1971: 1970 = 100)

Indici	1969 1968	1970 1969	dic. 69 dic. 68	dic. 70 dic. 69	mag. 70 dic. 69	dic. 70 mag. 70	mar. 71 dic. 70
	(in ragione annua)						
PREZZI AL CONSUMO							
Indice generale	2,7	4,9	4,2	5,4	6,1	4,7	4,7
Prodotti alimentari	2,8	4,3	3,8	4,6	6,3	3,3	3,9
Prodotti non alimentari e servizi	2,5	5,5	4,4	6,0	5,7	6,1	5,4
<i>vestiario</i>	2,3	6,8	4,7	7,7	6,4	8,3	4,6
<i>igiene e salute</i>	2,3	3,3	2,9	4,0	4,2	3,9	5,1
<i>beni durevoli e non durevoli (1)</i>	2,9	7,8	6,1	7,6	7,6	7,4	5,4
<i>elettricità e gas</i>	- 2,2	3,5	3,2	4,2	3,2	4,7	9,9
<i>abitazione</i>	4,5	5,8	4,7	5,7	9,1	3,2	5,5
<i>trasporti e comunicazioni</i>	2,3	4,9	3,5	7,3	5,5	8,3	3,8
<i>beni e serv. a caratt. ricreat. e cult.</i>	3,3	5,2	5,9	3,9	2,9	4,5	10,5
<i>altri beni e servizi</i>	2,9	6,1	4,8	6,1	7,4	5,0	4,3
Prodotti non alimentari	1,8	5,7	4,5	6,9	5,4	7,8	5,0
Servizi	3,3	5,2	4,5	5,0	6,2	4,1	6,3
COSTO DELLA VITA							
Indice generale	2,8	5,1	4,3	5,3	5,8	4,9	5,1
Alimentazione	2,7	4,5	3,7	4,5	5,7	3,6	3,9
Abbigliamento	3,0	7,5	6,0	7,9	6,0	9,0	5,4
Elettricità e combustibili	—	6,5	4,8	7,2	5,4	8,2	10,6
Abitazione	5,3	5,5	5,5	4,6	7,9	2,2	5,2
Spese varie	2,5	5,1	4,1	5,8	5,5	5,9	5,8

Fonte: Istat.

(1) Di uso domestico e servizi connessi con l'abitazione.

le cui disponibilità non sono state pari alle esigenze della domanda; tra i vegetali, le distorsioni del mercato distributivo hanno determinato una ascesa delle quotazioni dei legumi e degli ortaggi, mentre ciò non è accaduto per la frutta a causa di una sovrabbondanza dell'offerta.

La caratteristica di una graduale trasmissione dei rincari dalle quotazioni all'ingrosso a quelle al dettaglio ha accentuato, nel 1970, il rialzo dei prezzi di tutti i beni di consumo (tav. 44). Nell'anno precedente, infatti, gli incrementi avvenuti nel mercato all'ingrosso erano stati contenuti sulle quotazioni al dettaglio; successivamente la tendenza si è invertita e i prezzi al consumo hanno avuto una dinamica più pronunciata, soprattutto nel comparto dei prodotti alimentari (4,6 rispetto a 2,4 per cento) dove più forte era stato il divario nel 1969.

A differenza di quanto accaduto negli anni precedenti, i servizi hanno registrato, nel 1970, un rincaro inferiore a quello dell'indice generale (5,0 per cento); questa minore vivacità del settore è dovuta esclu-

sivamente al contenimento dei prezzi esercitato dall'autorità pubblica sulle categorie di servizi da essa controllate totalmente o parzialmente. Il ripristino e l'ampliamento del blocco dei canoni delle locazioni e la pressoché totale stazionarietà delle tariffe dei trasporti pubblici e delle telecomunicazioni hanno impedito, infatti, una più ampia propagazione degli impulsi inflazionistici; i prezzi dei servizi controllati e semicon-

TAV. 44

PREZZI DEI BENI DI CONSUMO
(variazioni percentuali degli indici, 1966 = 100)

Indici	Ingrosso				Al consumo			
	1969	1970	dic. 69	dic. 70	1969	1970	dic. 69	dic. 70
	1968	1969	dic. 68	dic. 69	1968	1969	dic. 68	dic. 69
Prodotti alimentari	5,0	5,8	6,9	2,4	2,8	4,3	3,8	4,6
Prodotti non alimentari	2,7	7,1	6,1	6,4	1,8	5,7	4,5	6,9
di cui: beni non durevoli	3,7	7,3	7,5	6,5	1,9	5,7	4,8	6,9
beni durevoli	0,8	6,6	3,5	6,2	1,6	5,7	3,3	6,8
Totale beni di consumo	3,9	6,3	6,5	4,4	2,4	4,8	4,1	5,5

Elaborazione degli indici Istat.

trollati sono cresciuti così, nel corso dell'anno, solamente dell' 1,5 e del 3,5 per cento, a fronte di un incremento dell' 8,1 nei servizi liberi (tav. a24).

L'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (costo della vita) ha presentato nel 1970 un incremento pressoché pari a quello dei prezzi al consumo (5,3 per cento; tavola 43 e figura 27). Tale uniformità di andamento risulta anche a livello settoriale: il maggiore aumento, a fine periodo, si è verificato nel capitolo abbigliamento (7,9 per cento), mentre i minori rincari si sono avuti nelle voci alimentazione (4,5 per cento) e abitazione (4,6 per cento).

Distribuzione del reddito. — Nel complesso del settore privato il costo del lavoro ha presentato uno sviluppo elevato, anche se inferiore a quello già accennato per l'industria manifatturiera; nell'intera economia l'ascesa è stata più contenuta per effetto del moderato aumento del settore pubblico.

I maggiori costi, in presenza di un rallentamento generalizzato dello sviluppo del prodotto per occupato, al quale è stata estranea soltanto l'agricoltura, hanno dato luogo ad un forte aumento del costo del lavoro

COSTI E PREZZI

(variazioni percentuali annue)

Anni	Prodotto lordo al costo dei fattori (a prezzi 1963)	Occupaz. complessiva (unità di permanent)	Prodotto per occupato	Quota dell'occupaz. dipendente sul totale	Reddito da lavoro dipendente per occupato dipendente (1)	Costo del lavoro per unità di prodotto	Prezzi impliciti nel prodotto lordo
<i>Intero sistema</i>							
1968	6,3	- 1,1	7,5	1,6	8,3	0,7	1,8
1969	5,8	0,6	5,2	1,6	7,6	2,3	4,5
1970	5,3	0,6	4,7	1,3	14,4	9,3	6,2
<i>Settore privato</i>							
1968	6,7	- 1,4	8,2	1,6	8,7	0,5	1,4
1969	6,3	0,4	5,9	1,8	8,5	2,5	4,5
1970	5,6	0,5	5,1	1,4	16,9	11,2	6,5
<i>Agricoltura</i>							
1968	- 3,0	- 10,2	8,0	1,6	11,5	3,2	- 2,3
1969	3,3	- 4,4	8,1	3,5	12,1	3,7	7,6
1970	—	- 7,6	8,2	3,1	16,2	7,4	3,1
<i>Industria</i>							
1968	9,4	0,9	8,4	—	7,6	- 0,7	0,8
1969	7,0	1,8	5,1	1,1	8,5	3,2	4,7
1970	6,4	2,4	3,9	0,3	18,5	14,1	8,7
<i>Servizi (esclusi fabbricati)</i>							
1968	8,3	2,1	6,1	0,4	7,9	1,7	2,2
1969	7,2	1,8	5,3	0,1	7,6	2,2	2,9
1970	6,7	3,0	3,6	- 0,3	13,1	9,2	4,8

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) Al netto degli oneri fiscalizzati.

per unità di prodotto (11,2 per cento nel settore privato e 9,3 nell'intero sistema; tav. 45).

I prezzi impliciti che, a differenza di quelli ingrosso e al consumo, non sono direttamente rilevabili dalle quotazioni di mercato dei diversi beni e servizi, ma vengono statisticamente ottenuti attraverso una analisi successiva al processo di formazione del reddito monetario, derivando, come è noto, dal confronto tra il valore aggiunto in termini correnti e quello in termini reali, sono cresciuti del 6,5 per cento nel

1970 per il prodotto lordo del settore privato, contro il 4,5 dell'anno prima. Questo aumento è stato ovunque inferiore a quello del costo del lavoro per unità di prodotto; l'impulso più rilevante è provenuto dall'industria, dove lo sviluppo è stato dell' 8,7 per cento a fronte del 14,1 nel costo del lavoro. Minore è stato l'accrescimento dei prezzi impliciti nel settore terziario (4,8 per cento) sia per la meno forte espansione del costo del lavoro per unità di prodotto (9,2 per cento) sia, come sopra si è riferito, per l'effetto di stabilizzazione esercitato dalle tariffe di alcuni servizi pubblici, rimaste pressoché invariate.

TAV. 46

EVOLUZIONE DEI REDDITI PER SETTORI DI ATTIVITA' ECONOMICA

Settori	Rapporti percentuali								Variazioni percentuali annue			
	reddito lavoro dipendente					altri redditi			reddito lavoro di- pendente (1)		altri redditi	
	prodotto lordo					prodotto lordo						
	1968	1969		1970		1968	1969	1970	1969	1970	1969	1970
		(1)	(2)	(1)	(2)							
Agricoltura	18,9	18,9	18,9	20,3	20,3	81,1	81,1	79,7	11,1	10,6	11,2	1,3
Industria	60,7	60,5	61,0	63,6	64,1	39,3	39,5	36,4	11,7	21,6	12,5	6,7
<i>escluse costruzioni</i> . . .	61,5	62,6		65,9		38,5	37,4	34,1	12,4	22,4	7,8	6,0
Servizi	38,0	37,9	37,9	39,4	39,4	62,0	62,1	60,6	9,6	16,1	10,2	9,0
<i>esclusi fabbricati</i>	44,3	44,1	44,1	45,8	45,8	55,7	55,9	54,2	9,6	16,1	7,5	8,5
SETTORE PRIVATO	45,5	45,5	45,7	48,2	48,4	54,5	54,5	51,8	10,9	19,1	11,1	6,8
<i>esclusi fabbricati</i>	48,6	48,4	48,7	51,3	51,5	51,4	51,6	48,7	10,9	19,1	11,5	6,3
INTERO SISTEMA	51,2	52,9	51,1	53,1	53,3	43,3	49,1	46,9	10,1	16,6	10,0	6,9

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.
(1) e (2) Rispettivamente al netto e al lordo degli oneri fiscalizzati.

I descritti andamenti del costo del lavoro e dei prezzi impliciti hanno determinato un sensibile spostamento della distribuzione a favore dei redditi da lavoro dipendente; la quota degli altri redditi si è conseguentemente ridotta per l'intero sistema dal 49,1 per cento nel 1969 al 46,9 e di oltre tre punti nell'industria (tav. 46). Solo in parte minore, e principalmente nell'agricoltura, lo spostamento è motivato dalla tendenza all'aumento della quota dell'occupazione dipendente.

La redistribuzione del reddito ha interessato essenzialmente i redditi da impresa; infatti per l'intera economia, per la quale è disponibile la scomposizione degli « altri redditi », quelli da capitale delle famiglie sono cresciuti quanto il reddito nazionale, mentre quelli da impresa,

DISTRIBUZIONE DEL REDDITO

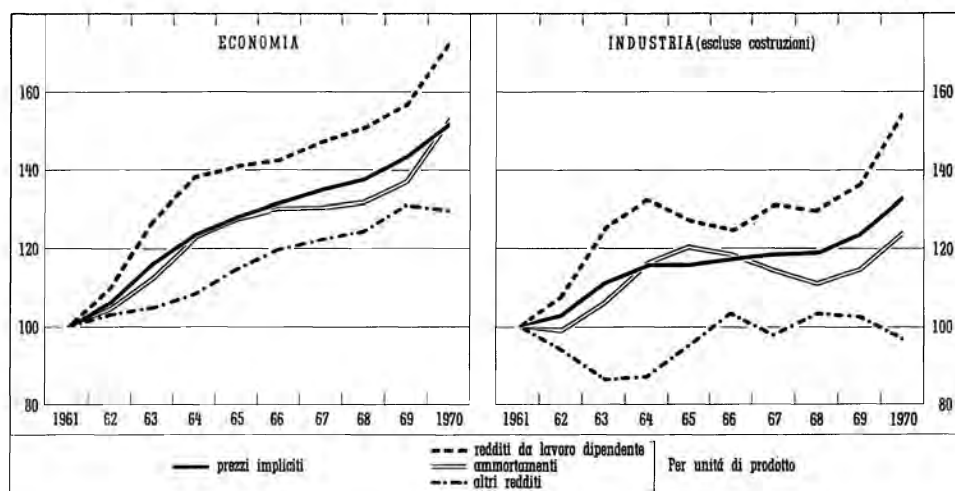
Voci	Miliardi di lire 1970	Variazioni percentuali		Composizione percentuale		
		1969 1968	1970 1969	1968	1969	1970
Redditi da lavoro dipendente (1)	27.354	10,2	16,3	56,6	56,4	59,1
retribuzioni lorde	19.665	9,7	16,8	40,0	39,6	41,7
oneri sociali	7.868	11,1	16,0	15,9	16,0	16,7
redditi netti dall'estero	321	16,1	- 1,2	0,7	0,8	0,7
Redditi da impresa	14.921	10,9	2,5	34,2	34,2	31,6
redditi misti degli imprenditori individuali ed associati e utili non distribuiti dalle società	14.005	11,4	2,6	31,9	32,1	29,7
imposte sul reddito e trasferimenti correnti alla P.A.	916	4,3	1,6	2,3	2,1	1,9
Redditi da capitale delle famiglie	4.513	11,2	11,9	9,5	9,5	9,6
rendite . . . . .	....	....	....	....	....	....
interessi . . . . .	....	....	....	....	....	....
dividendi . . . . .	....	....	....	....	....	....
Redditi da capitale della P.A.	1.266	18,9	8,9	2,5	2,7	2,7
Interessi sul debito pubblico (meno) . .	1.394	13,2	15,0	2,8	2,8	3,0
REDDITO NAZIONALE NETTO AL COSTO DEI FATTORI	47.160	10,7	11,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) Al netto degli oneri fiscalizzati.

comprensivi dei redditi misti degli imprenditori individuali e associati, sono aumentati del 2,5 per cento (tav. 47). Supponendo, come appare ragionevole in mancanza di una maggiore analisi statistica, che

FIG. 28



Prezzi impliciti e loro componenti
(indici, 1961 = 100)

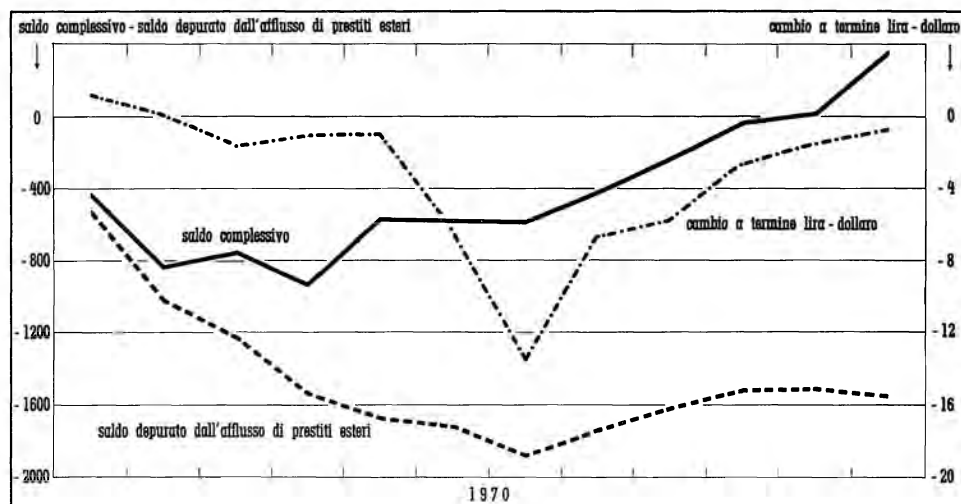
Elaborazione su dati Istat

i redditi misti pro-capite degli imprenditori individuali e associati abbiano presentato un aumento prossimo a quello del reddito nazionale, ne consegue che il risparmio netto delle imprese ha segnato una diminuzione. Essa è stata verosimilmente di maggior rilievo nell'industria ove il complesso degli « altri redditi » al netto degli ammortamenti è aumentato solo dell' 1,5 per cento e ha presentato un decremento per unità di prodotto (fig. 28), confermando come in sede di determinazione dei prezzi industriali la possibilità di applicare un margine proporzionale costante di profitto sui costi, oltrech  incontrare un limite nella concorrenza internazionale, subisca nel breve periodo, e indipendentemente dalla condotta della politica economica, un ritardo; esso è tanto maggiore quanto pi  rapido ed elevato   il tasso di sviluppo dei costi stessi e riflette le limitazioni imposte dalla concorrenza interna, nonch  le condizioni di informazione imperfetta prevalenti sul mercato in materia di variazione dei prezzi.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 1970, la bilancia dei pagamenti dell'Italia, pur avendo presentato, rispetto all'anno precedente, risultanze complessive più equilibrate, è passata attraverso fasi alterne, con periodi di forti tensioni, che hanno richiesto adeguati interventi correttivi delle autorità monetarie. L'aggiustamento dei nostri conti con l'estero, che avevano registrato nei 18 mesi terminanti al marzo 1970 un disavanzo globale di circa 2.200 milioni di dollari, è stato perseguito mediante un'appropriata politica monetaria — sui tempi e le modalità della quale è riferito in altra parte della Relazione — comprendente anche specifici interventi, quali le nuove norme per l'accreditamento delle banconote e il ricorso ai

FIG. 29



Bilancia dei pagamenti e cambio a termine lira-dollaro

(saldi in milioni di dollari; sconto (—) della lira rispetto al dollaro in percento annuo sul cambio a pronti)

mercati finanziari esteri. In assenza di quest'ultimo i risultati della bilancia dei pagamenti non sarebbero stati dissimili da quelli del 1969: si sarebbe cioè registrato un disavanzo globale di oltre 1.500 milioni di dollari, con una punta massima di 1.900 milioni nei 7 mesi terminanti a luglio (fig. 29). In questo stesso mese lo sconto della lira ha toccato, nella quotazione a termine contro il dollaro, il livello più elevato. Da agosto in poi, mentre continuava l'afflusso di nuovi prestiti esteri, si registrava altresì un più favorevole andamento delle altre componenti della bilancia dei pagamenti.

In definitiva, nell'intero anno in esame, se da un lato lo squilibrio fra la domanda e l'offerta interne ha causato l'attesa contrazione dell'avanzo corrente, passato a 814 milioni di dollari dai 2.340 del 1969, dall'altro, il deflusso netto di capitali si è ridotto in misura ancor più considerevole, da 3.624 a 224 milioni; tenuto anche conto degli errori ed omissioni, il saldo globale è stato pertanto attivo per 356 milioni, con un miglioramento di 1.747 milioni rispetto al 1969 (tavv. 48 e a 27).

Gli scambi di merci hanno contribuito per oltre la metà al deterioramento delle partite correnti: la bilancia commerciale su base fob

TAV. 48

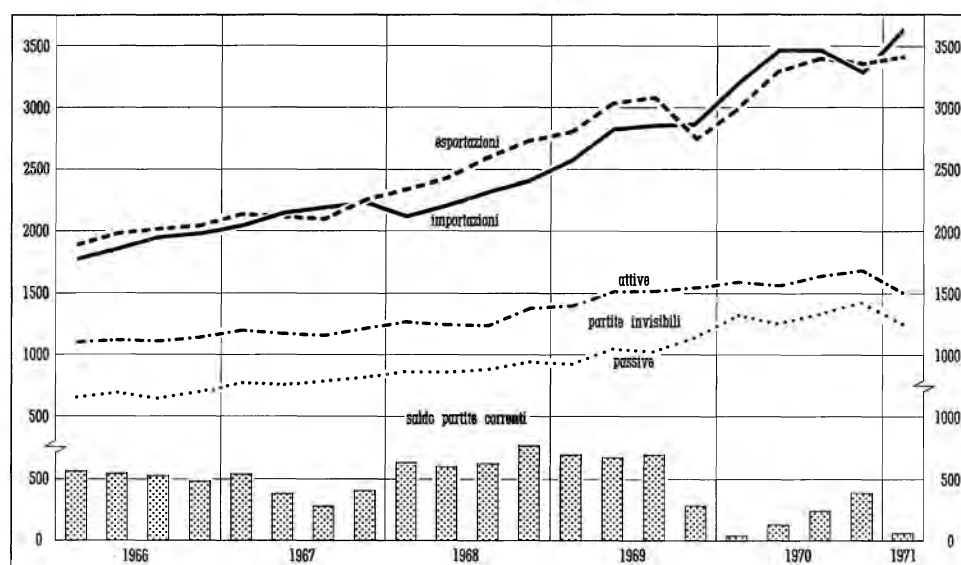
BILANCIA DEI PAGAMENTI ECONOMICA (1)

Voci	Crediti		Debiti		S a l d o	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
<i>(milioni di dollari)</i>						
Partite correnti	17.557,1	19.563,2	15.217,4	18.749,6	2.339,7	813,6
<i>Merci (fob)</i>	11.642,1	13.106,6	11.099,7	13.447,2	542,4	- 340,6
<i>Servizi</i>	5.229,4	5.756,5	3.844,2	4.791,7	1.385,2	964,8
<i>Trasferimenti unilaterali</i>	685,6	700,1	273,5	510,7	412,1	189,4
Movimenti di capitali	2.767,7	4.476,9	6.391,6	4.700,6	- 3.623,9	- 223,7
Errori ed omissioni	—	—	107,0	234,1	- 107,0	- 234,1
Totale . . .	20.324,8	24.040,1	21.716,0	23.684,3	- 1.391,2	355,8
<i>(miliardi di lire)</i>						
Movimenti monetari (2)	1.391,2	19,3	—	375,1	1.391,2	- 355,8
<i>Istituzioni monetarie centrali</i> .	704,6	—	—	375,1	704,6	- 375,1
<i>Aziende di credito</i>	686,6	19,3	—	—	686,6	19,3
<i>(miliardi di lire)</i>						
Partite correnti	10.973,2	12.227,0	9.510,9	11.718,5	1.462,3	508,5
<i>Merci (fob)</i>	7.276,3	8.191,6	6.937,3	8.404,5	339,0	- 212,9
<i>Servizi</i>	3.268,4	3.597,8	2.402,6	2.994,8	865,8	603,0
<i>Trasferimenti unilaterali</i>	428,5	437,6	171,0	319,2	257,5	118,4
Movimenti di capitali	1.729,8	2.798,1	3.994,8	2.937,8	- 2.265,0	- 139,7
Errori ed omissioni	—	—	66,8	146,5	- 66,8	- 146,5
Totale . . .	12.703,0	15.025,1	13.572,5	14.802,8	- 869,5	222,3
Movimenti monetari (2)	869,5	12,1	—	234,4	869,5	- 222,3
<i>Istituzioni monetarie centrali</i> .	440,4	—	—	234,4	440,4	- 234,4
<i>Aziende di credito</i>	429,1	12,1	—	—	429,1	12,1

(1) I dati esposti, approvati dal Comitato per la bilancia dei pagamenti, differiscono in alcune poste da quelli pubblicati nella Relazione generale sulla situazione economica del Paese in quanto tengono conto di ulteriori rilevazioni e stime effettuate nei mesi più recenti. — (2) Il saldo con segno negativo indica aumento di attività o riduzione di passività.

(tav. a 28) è stata infatti passiva per 341 milioni di dollari, mentre era stata attiva per 542 nell'anno precedente. Il saldo dei servizi è peggiorato di 420 milioni soprattutto per effetto dello sfavorevole andamento del turismo e dei redditi di capitale; i più elevati versamenti del settore pubblico a organismi internazionali hanno causato un peggioramento anche dei trasferimenti unilaterali. Dall'analisi dell'evoluzione nel corso dell'anno (fig. 30) risulta che le partite correnti, dopo aver toccato nel primo trimestre il livello più basso degli ultimi sei anni, sono andate gradualmente migliorando, soprattutto per effetto

FIG. 30



Partite correnti della bilancia dei pagamenti

(dati trimestrali, in milioni di dollari, depurati dalle variazioni stagionali)

dell'andamento della bilancia commerciale. Ciò riflette peraltro non già una accentuazione del ritmo di sviluppo delle esportazioni, bensì un rallentamento delle importazioni collegato all'indebolimento della domanda interna per consumi e investimenti, manifestatosi dal secondo trimestre.

Determinanti ai fini del miglioramento dei movimenti di capitali sono stati il ricorso ai mercati finanziari esteri da parte di imprese e di istituti di credito a medio termine e la contrazione delle rimesse di banconote, particolarmente accentuati a partire dal secondo trimestre dell'anno (tav. a 29). L'aumento dei tassi di interesse interni e la contemporanea flessione dei tassi prevalenti all'estero hanno rafforzato

l'efficacia delle iniziative delle autorità monetarie ed hanno altresì avuto rilevanti effetti diretti, contribuendo alla diminuzione delle esportazioni di capitali italiani.

La consueta documentazione statistica sulla bilancia dei pagamenti trimestrale, valutaria, per aree geografiche nonché sulle risorse fornite ai paesi in via di sviluppo è contenuta nell'Appendice (tavv. a 29, a 30, a 31, a 32, e a 33).

Gli scambi di merci.

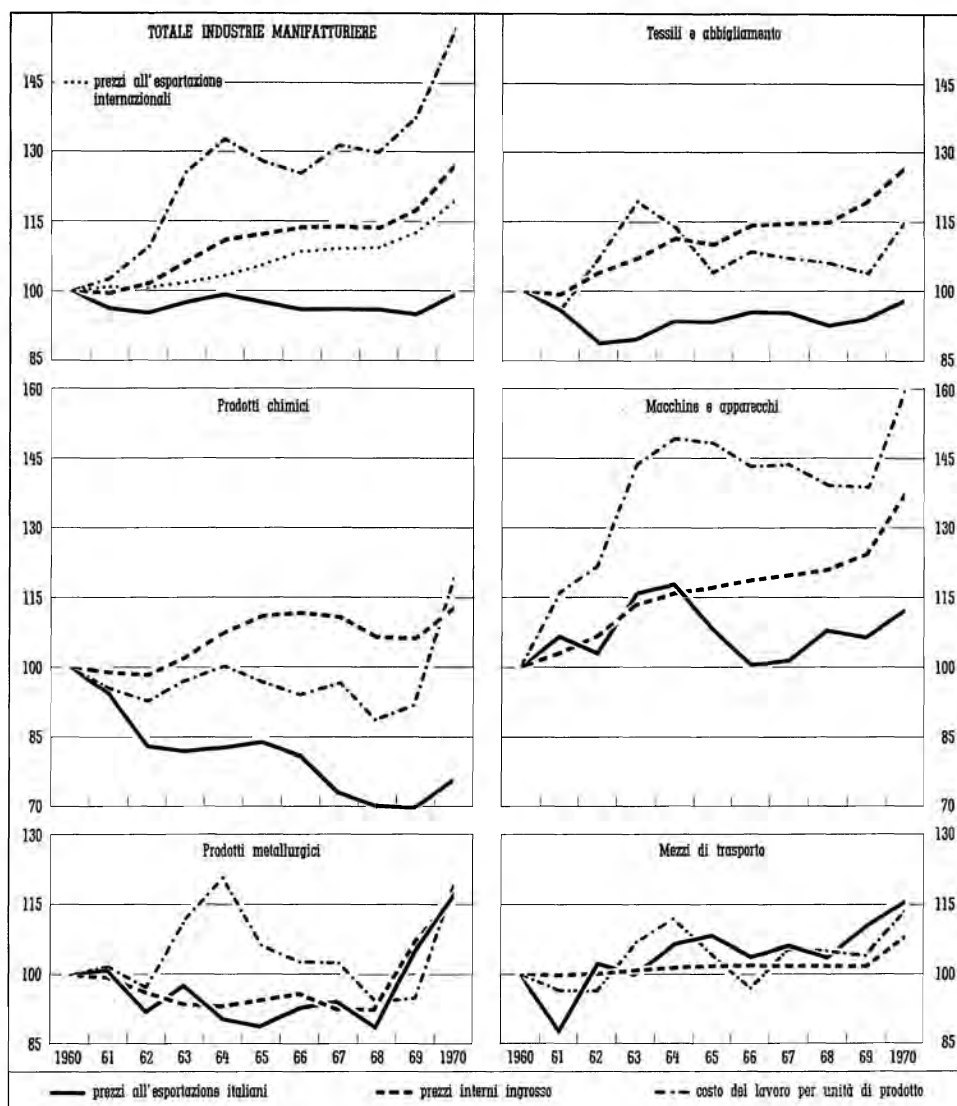
Risultanze globali e prezzi del commercio con l'estero. — L'analisi degli scambi di merci, condotta sulla base dei dati doganali rilevati dall'ISTAT, pone in evidenza che ambedue le correnti di scambio hanno presentato un rallentamento nel 1970 rispetto all'anno precedente: il tasso di sviluppo delle esportazioni è sceso dal 15,1 per cento del 1969 al 12,6 e quello delle importazioni dal 21,2 al 19,8 per cento. Il disavanzo mercantile è salito a 1.081 miliardi di lire, importo circa triplo rispetto a quello medio del periodo 1965-69 (tav. a 34).

Analogamente a quanto è avvenuto sul mercato internazionale, il valore del commercio con l'estero dell'Italia è stato fortemente accresciuto dall'ascesa dei prezzi: quelli all'importazione sono infatti aumentati del 3,0 per cento e quelli all'esportazione del 5,1; in volume, lo sviluppo degli scambi si è pertanto commisurato al 16,3 e al 7,0 per cento, rispettivamente. Il più contenuto aumento dei prezzi all'importazione è in gran parte da attribuire alla maggiore incidenza, in questa corrente di scambio, delle materie prime e dei semilavorati, i cui prezzi sui mercati internazionali hanno registrato aumenti inferiori a quelli dei manufatti.

I prezzi all'esportazione dei manufatti, nello scorso anno, hanno assorbito l'aumento dei costi interni in misura nettamente superiore a quanto è avvenuto nel corso dell'ultimo decennio; l'entità del loro rialzo (5 per cento) è stata tuttavia inferiore a quella dei prezzi all'ingrosso (9 per cento). E' risultata così confermata la tendenza di lungo periodo all'ampliamento del divario fra le due serie di prezzi: tra il 1960 e il 1970, mentre quelli all'ingrosso sono saliti in media del 2,4 per cento all'anno, quelli delle esportazioni sono rimasti stazionari (fig. 31). Il fattore di fondo che ha determinato questo andamento è la maggiore incidenza dei settori a più elevata produttività nella formazione dei prezzi all'esportazione. Vi si aggiunge poi la politica

seguita dalle imprese esportatrici che, in funzione di vari fattori (importanza dei mercati esteri, prezzi su di essi vigenti, andamento della domanda interna, caratteristiche del prodotto) cercano di mantenere la propria posizione competitiva contenendo il trasferimento degli aumenti dei costi sui prezzi all'esportazione.

FIG. 31



Costo del lavoro per unità di prodotto,
prezzi ingrosso e prezzi all'esportazione italiani e internazionali
(indici, 1960 = 100)

(elaborazione su dati Istat e del Ministero del lavoro e della previdenza sociale)

Nota: Relativamente al totale delle industrie manifatturiere, il costo del lavoro per unità di prodotto comprende gli oneri sociali al netto delle quote fiscalizzate. Con riferimento ai vari settori, non essendo disponibili i dati riguardanti gli oneri sociali, sono stati utilizzati i salari di fatto per unità di prodotto.

Nel decennio considerato questi prezzi hanno presentato rialzi negli anni 1963-1964 e nel 1970. Ambedue i periodi sono stati caratterizzati da squilibri tra domanda e offerta interne e da forti aumenti dei costi del lavoro, che si sono ripercossi sui prezzi ingrosso in misura maggiore che su quelli all'esportazione; nel 1970, inoltre, può avere influito sull'aumento di questi ultimi anche il clima internazionale più spiccatamente inflazionistico. Negli anni 1961-62 e 1965-68, nei quali si sono avute, rispettivamente, una leggera lievitazione e una sostanziale stabilità dei costi, i prezzi ingrosso hanno presentato aumenti, anche se modesti, mentre quelli all'esportazione sono diminuiti in misura apprezzabile.

Considerando l'evoluzione dei prezzi nei vari comparti merceologici si osserva come l'andamento a forbice sia relativamente più accentuato nei settori dei *tessili e abbigliamento* e dei *chimici* per i quali le esportazioni costituiscono una quota rilevante della produzione (22 per cento circa). I prodotti tessili non hanno contenuto tecnologico particolarmente elevato, cosicché per essi la concorrenza si esplica fortemente in termini di prezzo. Con riferimento ai prodotti chimici l'andamento riflessivo dei prezzi all'esportazione è da collegare alla concentrazione delle vendite all'estero nel settore della petrolchimica, nel quale i guadagni di produttività sono stati particolarmente elevati.

Un andamento a forbice dei prezzi, sia pure limitatamente ad alcuni periodi del decennio considerato, si riscontra anche per le *macchine e apparecchi*. I prezzi interni e all'esportazione di questi prodotti hanno presentato un andamento parallelo fino al 1964, soprattutto in connessione con la forte tensione della domanda interna. La circostanza che si tratta generalmente di prodotti specializzati ha impedito che l'aumento dei prezzi si traducesse in una perdita di quote di mercato. Successivamente, l'inversione della congiuntura e l'esigenza di contenere le conseguenze della ridotta domanda interna sul livello di utilizzo degli impianti, indussero le imprese a ricercare con maggiore insistenza gli sbocchi esteri e quindi a ridurre sensibilmente i prezzi all'esportazione. Questa politica durò fino al 1967, quando la ripresa della domanda interna spinse le imprese ad aumentare moderatamente i prezzi, pure in presenza di una stabilità dei costi; la forte ascesa di questi ultimi nel 1970 si è tradotta in un aumento dei prezzi all'esportazione del 6 per cento, peraltro inferiore a quello dei prezzi ingrosso (11 per cento).

Relativamente ai prodotti *siderurgici* è da notare che i prezzi risultano fortemente influenzati dai corsi delle materie prime in essi incorporate, e in minore misura dai costi del lavoro. Poiché le variazioni dei primi riguardano proporzionalmente le imprese di tutti i paesi partecipanti al commercio, si attenua in questo settore la necessità di una particolare politica dei prezzi all'esportazione.

Anche per i *mezzi di trasporto* si riscontra una certa coincidenza nell'andamento delle due serie dei prezzi. Considerando l'elevata incidenza delle esportazioni sulla produzione, tale fenomeno sembra suggerire l'ipotesi che la distribuzione delle quote di mercato per questi prodotti si basi più su alcune caratteristiche tecniche (quali la cilindrata, le dimensioni, l'estetica) che sui prezzi relativi. E' anche probabile che già nel 1960 questi prodotti fossero abbastanza competitivi da non richiedere, per una ulteriore espansione delle vendite, successive riduzioni dei prezzi.

Fattori di variazione del commercio con l'estero. — La partecipazione dell'Italia al commercio mondiale di manufatti è diminuita, nella media dell'anno, dal 7,3 per cento del 1969 al 7,1; la contrazione della quota di mercato è avvenuta in un anno in cui l'aumento dei prezzi all'esportazione italiani, pur elevato, è stato comunque inferiore a quello dei prezzi internazionali. Questi risultati complessivi derivano da andamenti difformi nei quattro trimestri e relativamente ai diversi gruppi merceologici; l'interpretazione dello sviluppo degli scambi mercantili dell'Italia è stata pertanto condotta settorialmente e con riferimento ai vari periodi dell'anno (tav. 49).

TAV. 49

COMMERCIO CON L'ESTERO DI PRODOTTI MANUFATTI
(valori trimestrali in miliardi di lire depurati dalla stagionalità)

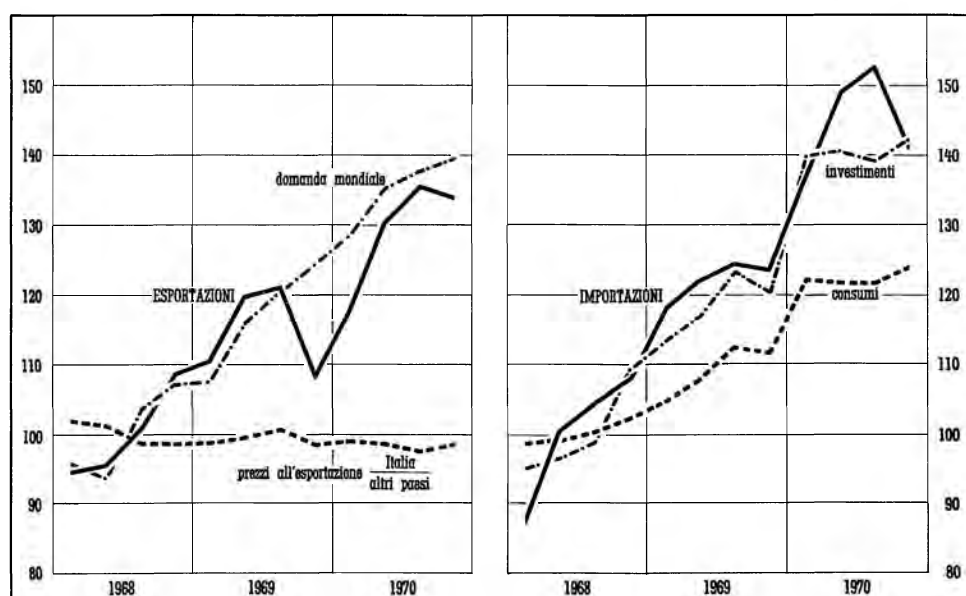
Voci	Valori assoluti					Variazioni percentuali				
	1969	1970				1969	1970			
	IV	I	II	III	IV	IV	I	II	III	IV
ESPORTAZIONI	1.668,8	1.793,9	1.967,1	2.025,1	2.017,9	- 5,4	7,4	9,7	2,9	- 0,3
Industrie:										
tessili e abbigliamento	361,8	375,7	378,6	394,3	389,7	- 1,7	3,8	0,8	4,1	- 1,2
metallurgiche	51,0	57,8	64,0	69,8	64,5	-20,1	13,3	10,7	9,1	- 7,6
meccaniche	464,3	547,3	613,3	618,8	623,6	- 9,0	17,9	12,1	0,9	0,8
mezzi di trasporto . .	200,9	212,6	258,5	255,3	252,7	- 7,5	5,8	21,6	- 1,2	- 1,0
chimiche	126,8	141,0	152,0	157,4	158,3	- 6,2	11,2	7,8	3,6	0,6
altre manifatturiere .	464,0	459,5	500,7	529,5	529,1	- 1,3	- 1,0	9,0	5,8	- 0,1
IMPORTAZIONI	1.392,2	1.486,2	1.592,0	1.620,4	1.611,3	6,1	6,8	7,1	1,8	- 0,6
Industrie:										
tessili e abbigliamento	88,1	93,8	100,7	105,5	102,4	11,0	6,5	7,4	4,8	- 2,9
metallurgiche	239,4	275,6	310,4	292,0	268,2	10,2	15,1	12,6	- 5,9	- 8,2
meccaniche	321,2	338,0	372,2	394,0	406,7	3,5	5,2	10,1	5,9	3,2
mezzi di trasporto . .	122,4	130,9	141,8	155,7	173,1	6,0	6,9	8,3	9,8	11,2
chimiche	218,0	227,5	235,1	240,5	243,5	5,3	4,4	3,3	2,3	1,2
altre manifatturiere .	403,1	420,4	431,8	432,7	417,4	5,0	4,3	2,7	0,2	- 3,5

Elaborazioni su dati ISCO e ISTAT.

Nel primo trimestre del 1970, la ripresa della produzione industriale all'interno e la sostenuta espansione della domanda mondiale hanno favorito lo sviluppo delle esportazioni, dopo la flessione nell'ultima parte del 1969 (fig. 32). Il recupero è stato ampio per i prodotti meccanici e metallurgici, le cui vendite avevano presentato nell'ultimo trimestre del 1969 un'accentuata riduzione; in questi stessi settori la do-

manda interna è stata particolarmente sostenuta, cosicché, nonostante i progressi dal lato dell'offerta, è aumentato il ricorso all'estero. La pressione della domanda interna nel settore dei mezzi di trasporto ha determinato un aumento delle importazioni superiore a quello delle esportazioni; l'inverso è accaduto per i prodotti chimici, il cui saldo mercantile ha presentato un miglioramento. La nostra partecipazione al commercio mondiale di manufatti, che nel quarto trimestre del 1969 era scesa al 6,2 per cento, livello più basso degli ultimi sette anni, è risalita in questo periodo al 7,2 per cento, valore di poco inferiore a quello medio del 1969.

FIG. 32



Principali fattori di variazione del commercio con l'estero dell'Italia
(indici depurati dalle variazioni stagionali, 1968 = 100)

Nel secondo trimestre le nostre esportazioni hanno continuato a crescere ad un tasso superiore a quello, ancora elevato, del commercio internazionale; ciò è probabilmente da attribuire ai guadagni produttivi conseguiti nei mesi precedenti e alla contemporanea stasi della domanda interna. La circostanza che in questa fase anche le importazioni hanno presentato un aumento elevato va verosimilmente collegata con la flessione della produzione industriale. L'aumento maggiore delle esportazioni ha riguardato i mezzi di trasporto e i prodotti meccanici: infatti, in un clima internazionale caratterizzato da carenze produttive la domanda tende generalmente a concentrarsi sui prodotti finiti. Il nostro paese inoltre ha tratto beneficio dalla vivacità della domanda

in Germania, che assorbe circa il 20 per cento delle nostre esportazioni di quei beni. Il contenuto sviluppo delle esportazioni di prodotti tessili e di abbigliamento è dipeso principalmente dalle astensioni dal lavoro in questi settori nei mesi di marzo e aprile.

Nella seconda metà dell'anno la congiuntura esterna si è modificata e il commercio mondiale è cresciuto a tassi più modesti. Le esportazioni italiane hanno subito un rallentamento che, nel quarto trimestre, è stato superiore a quello degli scambi mondiali; la nostra quota di partecipazione si è ridotta, rimanendo tuttavia sui livelli medi degli ultimi cinque anni. Quanto al profilo merceologico, il rallentamento è stato più accentuato per i prodotti meccanici e i mezzi di trasporto che per i chimici. Tale andamento è probabilmente da attribuire alla diversa composizione della domanda estera: soprattutto si è ridotta quella dei paesi CEE, degli Stati Uniti e del Regno Unito verso i quali le vendite di macchine e mezzi di trasporto presentano una concentrazione superiore a quella dei prodotti chimici. Un certo recupero si è avuto invece nelle vendite dei prodotti tessili, verosimilmente per la normalizzazione dei ritmi produttivi in questo settore.

Nel corso di questo stesso periodo, la produzione industriale ha manifestato qualche sintomo di ripresa rispetto al minimo dell'estate, senza peraltro ritornare sui livelli più elevati dell'inizio dell'anno; la domanda interna invece è rimasta sostanzialmente stazionaria. Ne sono conseguiti un rallentamento delle importazioni e un miglioramento del saldo mercantile. Particolarmente limitato è stato lo sviluppo degli acquisti di prodotti chimici e meccanici; per quelli metallurgici si è avuta un'accentuata flessione. La dotazione di questi beni, ampiamente accresciuta attraverso l'ingente ricorso alle importazioni nella prima metà dell'anno, risultava adeguata alle esigenze sia del consumo sia dell'investimento, ormai orientati su ritmi non particolarmente espansivi. E' invece ulteriormente aumentato il ritmo di sviluppo degli acquisti di mezzi di trasporto; ciò indica che in questo settore, più che in altri, si è risentito nel 1970 dell'inadeguatezza dell'offerta rispetto alla domanda.

Circa gli scambi di prodotti non manufatti, gli acquisti di materie prime hanno presentato nel corso dell'anno una evoluzione particolarmente contenuta, soprattutto per quanto concerne cotone, lana, pelli e minerali metalliferi, a causa delle incertezze circa l'andamento produttivo delle imprese utilizzatrici (tessili e metallurgiche in particolare). Le importazioni di fonti di energia sono aumentate in misura più sensibile

specialmente per i maggiori acquisti di oli greggi di petrolio, acceleratisi nell'ultima parte dell'anno anche in previsione di eventuali riduzioni dell'offerta da parte di importanti paesi produttori, in occasione della revisione degli accordi con le compagnie petrolifere nei primi mesi del 1971.

Passando ad esaminare la distribuzione geografica del commercio con l'estero, si osserva un'ulteriore concentrazione dei nostri scambi con i paesi sviluppati. L'aumento delle esportazioni si è ripartito in maniera sostanzialmente equilibrata tra questi paesi, con la sola eccezione degli Stati Uniti e della Francia, dove le nostre vendite hanno presentato aumenti modesti (6,4 e 0,2 per cento rispettivamente) a causa del contenimento della domanda interna e degli effetti della svalutazione del franco dell'agosto 1969. Quanto alle importazioni, l'aumento ha riguardato prevalentemente i paesi della CEE, così che il relativo saldo mercantile è cambiato di segno passando da attivo per 97 miliardi nel 1969 a passivo per 296 nel 1970.

Gli scambi con i paesi socialisti sono stati caratterizzati da un elevato sviluppo delle importazioni e da un rallentamento delle esportazioni: sul primo hanno influito i maggiori acquisti di petrolio, sul secondo le minori disponibilità per l'assicurazione di crediti all'esportazione, dei quali questi paesi beneficiano ampiamente.

Nei confronti delle aree in via di sviluppo, il tasso di incremento delle esportazioni è rimasto inalterato, mentre si è ridotto quello delle importazioni, a causa del modesto aumento degli acquisti di materie prime.

Gli scambi di servizi.

I trasporti. — Nel 1970 la bilancia dei trasporti si è chiusa con un saldo passivo di 231 milioni di dollari, superiore di 25 milioni a quello dell'anno precedente: il disavanzo dei settori marittimo e terrestre ha presentato nel complesso un peggioramento di 42 milioni, mentre il saldo attivo dei trasporti aerei è migliorato di 17 milioni (tavola 50). In quantità le importazioni sono aumentate dell'8 per cento; al loro trasporto i mezzi marittimi hanno partecipato con una percentuale leggermente inferiore a quella del 1969, essendosi nel contempo accresciuta la quota pervenuta via terra.

Il mercato internazionale dei trasporti marittimi è stato caratterizzato, nello scorso anno, da un sensibile rialzo delle rate di nolo: 30 per cento circa per i carichi secchi, e poco meno del 100 per cento per quelli liquidi. Questo andamento è da attribuire, oltre che al generalizzato aumento dei costi, al sostenuto sviluppo della domanda di stiva, in particolare per il comparto cisterniero. Quest'ultimo ha dovuto fronteggiare le conseguenze dell'accresciuto ricorso al petrolio quale fonte

Tav. 50

BILANCIA DEI TRASPORTI
(milioni di dollari)

V o c i	Marittimi		Terrestri (1)		Aerei		Totale	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
INCASSI	903,5	1.025,0	38,0	40,0	288,5	317,5	1.230,0	1.382,5
Noli merci:								
all'esportazione	135,3	154,0	—	—	42,2	49,5	177,5	203,5
fra terzi paesi, transito, posta .	402,0	466,0	38,0	40,0	17,5	20,0	457,5	526,0
Noli passeggeri (2)	136,0	151,5	—	—	179,0	193,5	315,0	345,0
Spese delle flotte estere in Italia	230,2	253,5	—	—	49,8	54,5	280,0	308,0
PAGAMENTI	1.067,5	1.209,0	228,0	252,0	140,1	152,5	1.435,6	1.613,5
Noli merci all'importazione (3)	766,6	895,7	228,0	252,0	31,0	35,0	1.025,6	1.182,7
Noli passeggeri	15,5	16,8	—	—	54,5	62,0	70,0	78,8
Spese della flotta italiana all'estero	285,4	296,5	—	—	54,6	55,5	340,0	352,0
SALDO . . .	- 164,0	- 184,0	- 190,0	- 212,0	148,4	165,0	- 205,6	- 231,0

(1) Inclusi i diritti di oleodotto. — (2) Esclusi i noli incassati per trasporto di passeggeri italiani dalla marina italiana (62,2 milioni nel 1969 e 66,0 nel 1970) e dall'aviazione italiana (68,1 milioni nel 1969 e 74,0 nel 1970). — (3) Esclusi i noli incassati dalla marina italiana (369,4 milioni nel 1969 e 395,3 nel 1970) e dall'aviazione italiana (29,0 nel 1969 e 30,0 nel 1970).

di energia sostitutiva del carbone e del gas naturale; inoltre, la chiusura di un importante oleodotto del Medio oriente con sbocco nel Mediterraneo e la riduzione della produzione della Libia hanno imposto il carico di maggiori quantitativi di greggio direttamente nel Golfo Persico.

Il costo unitario del trasporto via mare sostenuto dall'Italia ha peraltro risentito in misura contenuta dell'aumento delle rate di nolo e ciò a causa della disponibilità di naviglio già noleggiato a lungo termine in periodi di bassa congiuntura, nonché della particolare composizione merceologica dei quantitativi importati. L'aumento delle importazioni ha infatti riguardato le merci liquide, a nolo più basso,

in misura nettamente superiore a quelle solide (rispettivamente, 10 e 2 per cento) cosicché l'accresciuta importanza dei carichi liquidi ha più che compensato il maggior aumento delle relative rate di nolo. Inoltre, fra i carichi secchi, si è avuto uno spostamento verso le merci alla rinfusa, anche esse a nolo relativamente inferiore. Nel complesso, il costo del trasporto via mare delle importazioni è stato nel 1970 di 1.291 milioni di dollari, con un aumento di 155 milioni rispetto all'anno precedente; la quota di pertinenza delle flotte estere è risultata superiore a quella del 1969, essendo diminuita la partecipazione della bandiera italiana al trasporto delle nostre importazioni (tav. a 35). Gli introiti della marina mercantile italiana sono cresciuti in misura apprezzabile non solo per le più elevate rate di nolo, ma anche, verosimilmente, per i maggiori servizi resi dalla flotta stessa, la cui consistenza nell'anno in esame è aumentata di circa 500 mila tonnellate.

Nel settore dei passeggeri i risultati sono stati favorevolmente influenzati dall'ulteriore potenziamento dell'offerta sulle rotte più brevi, nei cui confronti è prevalentemente orientata la domanda.

In complesso, tenuto anche conto delle spese sostenute dalle flotte in Italia e all'estero, si stima che il settore marittimo abbia presentato nel 1970 un disavanzo di 184 milioni di dollari, contro i 164 milioni del 1969.

Nel settore dei trasporti terrestri, l'elevato aumento delle importazioni via ferrovia non ha comportato un proporzionale sviluppo degli esborsi, essendosi ulteriormente accresciuta la quota pervenuta in Italia senza transitare per paesi terzi.

Lo sviluppo dei traffici aerei internazionali ha subito nel 1970 un rallentamento, che ha colpito anche l'attività svolta dalla bandiera italiana, accresciutasi del 13 per cento circa in ambedue i settori delle merci e dei passeggeri; nel 1969 si erano avuti aumenti, rispettivamente, del 60 e del 33 per cento.

La tavola a 36 riporta le consuete stime sull'apporto complessivo delle flotte marittima ed aerea. Un esame più approfondito della bilancia dei trasporti sarà pubblicato, come per gli anni passati, nel Bollettino della Banca.

I viaggi all'estero. — Nel 1970 l'apporto netto di valuta derivante dal turismo, così come viene rilevato dalle statistiche bancarie, si è commisurato a 912 milioni di dollari, con una riduzione di 228 milioni rispetto all'anno precedente. Il deterioramento della bilancia turistica

è dipeso dal forte sviluppo degli esborsi: le assegnazioni di valuta per turismo sono infatti aumentate, rispetto al 1969, del 47 per cento, mentre gli incassi sono rimasti stazionari (tavv. a 30 e a 37).

Tali risultanze sembrano in contrasto con il movimento dei turisti italiani e stranieri: le presenze di questi ultimi negli alberghi italiani sono infatti aumentate del 5 per cento, mentre le presenze italiane in alcuni fra i principali paesi turistici (Spagna, Francia, Jugoslavia, Austria e Svizzera) hanno presentato un incremento del 9-10 per cento, nettamente insufficiente a spiegare il suddetto andamento degli esborsi. Inoltre, l'aumento del costo della vita sia in Italia che all'estero, mediamente intorno al 5 per cento con una punta del 13 in Jugoslavia, se da un lato contribuisce a spiegare una parte dell'aumento degli esborsi valutari, dall'altro è in contrasto con la stazionarietà degli introiti.

E' probabile, considerata l'entità dell'incremento, che gli esborsi attribuiti al turismo celino una quota di movimenti di capitali attuata ricorrendo alle assegnazioni di valuta a fini turistici. Per di più, la sfavorevole quotazione della lira, soprattutto nell'estate del 1970, può aver indotto i residenti che si recano all'estero a portare con sé valuta, anziché lire, in misura maggiore di quanto avvenuto negli anni precedenti; questo fenomeno avrebbe contribuito a rendere più rispondente alla realtà un dato che era forse sottostimato negli anni precedenti.

Un'alterazione si è probabilmente avuta anche dal lato delle entrate: lo sconto della lira-biglietto sui mercati esteri può aver spinto i turisti stranieri a rifornirsi di banconote italiane prima di varcare la frontiera impedendo così la registrazione delle loro spese nella bilancia turistica.

In complesso, pur con tutte le cautele del caso, si può stimare che, se non vi fossero state le perturbazioni delle quali si è detto, gli introiti di valuta per turismo sarebbero stati superiori di circa 150 milioni di dollari e gli esborsi inferiori di circa 100 milioni rispetto ai dati registrati nella bilancia dei pagamenti; in contropartita di queste correzioni dovrebbero registrarsi maggiori deflussi di capitali italiani, o acquisti di merci non compresi nelle statistiche doganali.

Redditi e rimesse dall'estero. — L'apporto di valuta per redditi da lavoro e rimesse degli emigrati è rimasto praticamente immutato rispetto al 1969; in particolare, sono diminuite le rimesse di valuta provenienti dalla Francia, dalla Svizzera e dal Belgio, mentre sono aumentate quelle dalla Germania e dagli Stati Uniti. Questi risultati

sono da collegare in primo luogo all'andamento dell'emigrazione italiana, in contrazione verso i primi tre paesi e in aumento verso gli altri; nel caso della Francia e della Germania inoltre, un certo effetto, ovviamente opposto, possono aver avuto la svalutazione del franco e la rivalutazione del marco (tav. a 38).

Notevole è stato il peggioramento del saldo dei redditi da capitale: da attivo per 105 milioni nel 1969 è divenuto passivo per 22 nel 1970. Le cause principali di questa inversione sono state il mantenimento da parte delle aziende di credito di una posizione sull'estero sostanzialmente equilibrata, in contrapposizione agli elevati saldi attivi della prima metà del 1969, e l'inizio dei pagamenti degli interessi sui debiti contratti da enti e imprese italiane nel corso del 1970.

Altri servizi e trasferimenti. — L'elevato disavanzo della voce brevetti, che è la più importante della rubrica « altri servizi », si è ulteriormente ampliato nel 1970, salendo a 232 milioni di dollari (tav. 51).

I trasferimenti del settore pubblico sono fortemente aumentati (da 187 a 404 milioni) a causa soprattutto di un pagamento di 232 milioni al FEOGA e del versamento di 48 milioni all'IDA.

Tav. 51

ALTRI SERVIZI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI
(milioni di dollari)

Voci	1969			1970		
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Saldo
Commercio di transito	227,6	236,1	- 8,5	292,8	273,4	19,4
Spese, commissioni e provvigioni bancarie e commerciali	268,8	241,5	27,3	288,0	275,7	12,3
Brevetti	64,4	270,7	- 206,3	78,1	310,2	- 232,1
Assicurazioni	53,6	59,0	- 5,4	65,8	71,9	- 6,1
Cinematografia	38,9	34,3	4,6	34,5	33,6	0,9
Varie	289,1	292,7	- 3,6	321,8	354,4	- 32,6
Totale . . .	942,4	1.134,3	- 191,9	1.081,0	1.319,2	- 238,2

I movimenti di capitali.

I movimenti di capitali hanno presentato nel 1970 una netta inversione rispetto all'andamento degli anni più recenti, principalmente in connessione con la maggiore disponibilità di fondi sul mercato finanziario internazionale e con le difficoltà manifestatesi su quello interno,

nonché con il capovolgimento del differenziale nei tassi di interesse, in flessione all'estero e in aumento in Italia. Queste circostanze hanno indotto le autorità monetarie ad incoraggiare una politica di elevato indebitamento all'estero, nel duplice intento di riportare in equilibrio il saldo complessivo della bilancia dei pagamenti e di regolare l'afflusso di fondi occorrenti per il finanziamento degli investimenti. L'evoluzione dei tassi di interesse in Italia e all'estero ha ridotto la propensione degli operatori italiani ad effettuare impieghi all'estero; essa è rimasta peraltro relativamente elevata, avendo continuato ad operare, oltre

Tav. 52

MOVIMENTI DI CAPITALI

(milioni di dollari)

Voci	Crediti		Debiti		Saldo	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
CAPITALI ESTERI	1.784,4	3.228,5	1.554,7	1.043,8	229,7	2.184,7
Investimenti:						
diretti	559,1	726,6	140,7	120,9	418,4	605,7
di portafoglio	592,8	419,4	618,0	414,4	25,2	5,0
altri	42,9	41,9	20,1	22,5	22,8	19,4
Prestiti:						
privati	318,5	1.096,8	195,0	235,3	123,5	861,5
emessi o garantiti dallo Stato	123,2	812,3	67,6	74,8	55,6	737,5
enti locali	—	4,0	4,9	3,4	4,9	0,6
Crediti commerciali:						
medio e lungo termine	147,9	127,5	305,1	162,8	157,2	35,3
breve termine	—	—	203,3	9,7	203,3	9,7
CAPITALI ITALIANI	983,3	1.248,4	4.836,9	3.656,8	3.853,6	2.408,4
Investimenti:						
privati: diretti	102,4	175,9	385,7	285,4	283,3	109,5
di portafoglio	156,2	188,5	617,2	709,7	461,0	521,2
altri	0,9	0,3	2,6	2,8	1,7	2,5
pubblici	—	—	2,0	2,0	2,0	2,0
Prestiti:						
privati (1)	51,0	114,2	517,5	308,9	466,5	194,7
emessi o garantiti dallo Stato	37,3	50,8	118,7	67,9	81,4	17,1
Crediti commerciali:						
medio e lungo termine	635,5	718,7	747,8	884,3	112,3	165,6
breve termine	—	—	189,5	444,6	189,5	444,6
Rimesse banconote	—	—	2.255,9	951,2	2.255,9	951,2
SALDO	—	—	—	—	3.623,9	223,7

(1) La quota legata ad esportazioni, al netto dei rimborsi, è pari, per il 1969, a 198 milioni e, per il 1970, a 193 milioni.

ad elementi di incertezza collegati con la situazione socio-politica italiana, fattori fiscali ed istituzionali, consistenti, come è noto, nel più favorevole trattamento riservato ai titoli emessi sull'euromercato e nelle carenze del mercato finanziario italiano. Ha operato, inoltre, in senso limitativo, la rallentata formazione di risparmio finanziario, che, data l'elevata dissociazione tra risparmi e investimenti esistente in Italia, risulta incidere in misura sensibile sulle esportazioni di capitali privati. Effetti positivi, infine, si sono avuti a seguito della disposizione del febbraio 1970 concernente le nuove modalità per l'accreditamento delle banconote italiane nei conti capitale.

L'anno in esame si è così chiuso con un modesto disavanzo, 224 milioni di dollari, che si raffronta a quello di 3.624 milioni del 1969; il miglioramento è stato più sensibile nel terzo e nel quarto trimestre (tav. a 29). Il sostanziale equilibrio registrato nel 1970 è derivato da un maggior apporto di capitali esteri per 1.955 milioni e da minori esportazioni di capitali italiani per 1.445 milioni (tav. 52).

Capitali esteri: gli investimenti. — Gli investimenti diretti, i quali solitamente costituiscono la voce più importante dei capitali esteri, sono ammontati a 727 milioni di dollari con un aumento di 168 rispetto al 1969; al netto dei disinvestimenti si è registrato un miglioramento di 187 milioni. Quanto ai settori economici, sono stati interessati soprattutto quelli della meccanica, degli oli minerali e dell'edilizia (tav. a 39).

Specialmente negli ultimi anni gli apporti di capitale estero si sono risolti in modesta misura nella costituzione di nuove imprese « produttive » o nell'ampliamento di quelle già esistenti; essi si sono soprattutto volti all'assunzione di partecipazioni in imprese di residenti, prevalentemente attraverso l'acquisto di azioni non quotate. E' risultato, in particolare per il 1970, che operazioni singole di importo superiore a 500 mila dollari hanno riguardato appena la metà degli investimenti diretti; la metà restante si è frammentata in transazioni molto più modeste. Inoltre, mentre da paesi che svolgono un'intensa attività di intermediazione finanziaria, come la Svizzera e il Lussemburgo, è provenuto il 60 per cento circa degli investimenti complessivi, quelli « produttivi » sono stati per la maggior parte di provenienza statunitense (tav. 53). Questi elementi inducono a ritenere che una quota notevole delle partecipazioni in esame siano solo nominalmente di pertinenza estera e ad avanzare l'ipotesi che molti residenti i quali in passato, a seguito delle modifiche intervenute nell'imposta cedolare,

avevano operato sotto copertura estera effettuando notevoli investimenti di portafoglio, negli anni più recenti abbiano perfezionato numerose operazioni analoghe nella forma di investimenti diretti.

Gli investimenti e i disinvestimenti di portafoglio si sono entrambi ridotti di circa 200 milioni, e la prevalenza dei secondi sui primi, manifestatasi soprattutto nell'ultima parte del 1969, si è annullata nel corso del 1970. Il minor volume delle operazioni in acquisto e in vendita è da collegare, principalmente, con l'attività dei fondi comuni di inve-

Tav. 53

INVESTIMENTI DIRETTI DELL'ESTERO

(milioni di dollari)

Voci	Valori assoluti			Composizione percentuale		
	1968	1969	1970	1968	1969	1970
Investimenti « produttivi » ai sensi della legge 7 febbraio 1956, n. 43	63,2	75,7	(*)125,1	15,3	13,5	17,2
Altri investimenti diretti	348,9	483,4	601,5	84,7	86,5	82,8
Totale	412,1	559,1	726,6	100,0	100,0	100,0
Provenienti da:						
Stati Uniti	67,3	100,8	159,5	16,3	18,0	22,0
Svizzera, Liechtenstein, Lussemburgo	259,6	325,6	443,4	63,0	58,3	61,0
Altri	85,2	132,7	123,7	20,7	23,7	17,0

(*) Di cui 78 milioni, pari al 62 per cento, provenienti dagli Stati Uniti.

stimento operanti in Italia; questi, infatti, mentre nel 1969 avevano proceduto ad acquisti di titoli azionari italiani, spesso da non residenti, per conformare la composizione del proprio portafoglio alle disposizioni dell'aprile dello stesso anno, nel 1970 hanno notevolmente ridotto queste operazioni, anche a causa delle minori sottoscrizioni di loro « parti ». Alla diminuzione dei disinvestimenti può aver contribuito l'innalzamento dei tassi di interesse in Italia, anche se le obbligazioni e i titoli di Stato rappresentano una piccola quota degli investimenti complessivi.

Prestiti. — L'afflusso lordo di prestiti privati e pubblici è stato di poco inferiore ai 2 miliardi di dollari, contro 442 milioni nell'anno precedente. Oltre due terzi del totale hanno riguardato operazioni perfezionate, in prevalenza sul mercato internazionale, da imprese pubbliche e da istituti di credito mobiliare, con o senza la garanzia dello Stato

(tav. a 40). Per la maggior parte del resto si è trattato, nel settore privato, di erogazioni di società estere a loro affiliate in Italia e di prestiti legati a importazioni; in quello pubblico, di transazioni tra la BEI e la Cassa per il Mezzogiorno (tav. a 41). I rimborsi, pari a 314 milioni, si sono accresciuti di 46 milioni, prevalentemente in relazione ad operazioni del settore privato (tav. a 42).

L'assunzione di prestiti all'estero, che è stata determinante ai fini del riequilibrio della bilancia dei pagamenti nel 1970, può essere considerata come una compensazione delle esportazioni di capitali italiani avvenute con particolare intensità negli anni più recenti: il mercato internazionale dei capitali, se da un lato ha attirato fondi dall'Italia per considerevoli importi, dall'altro ha costituito per essa una fonte di provvista sufficientemente ampia. Occorre però osservare che, mentre esportazioni di capitali come quelle attuate con l'invio di banconote hanno determinato la costituzione di attività finanziarie all'estero per

TAV. 54

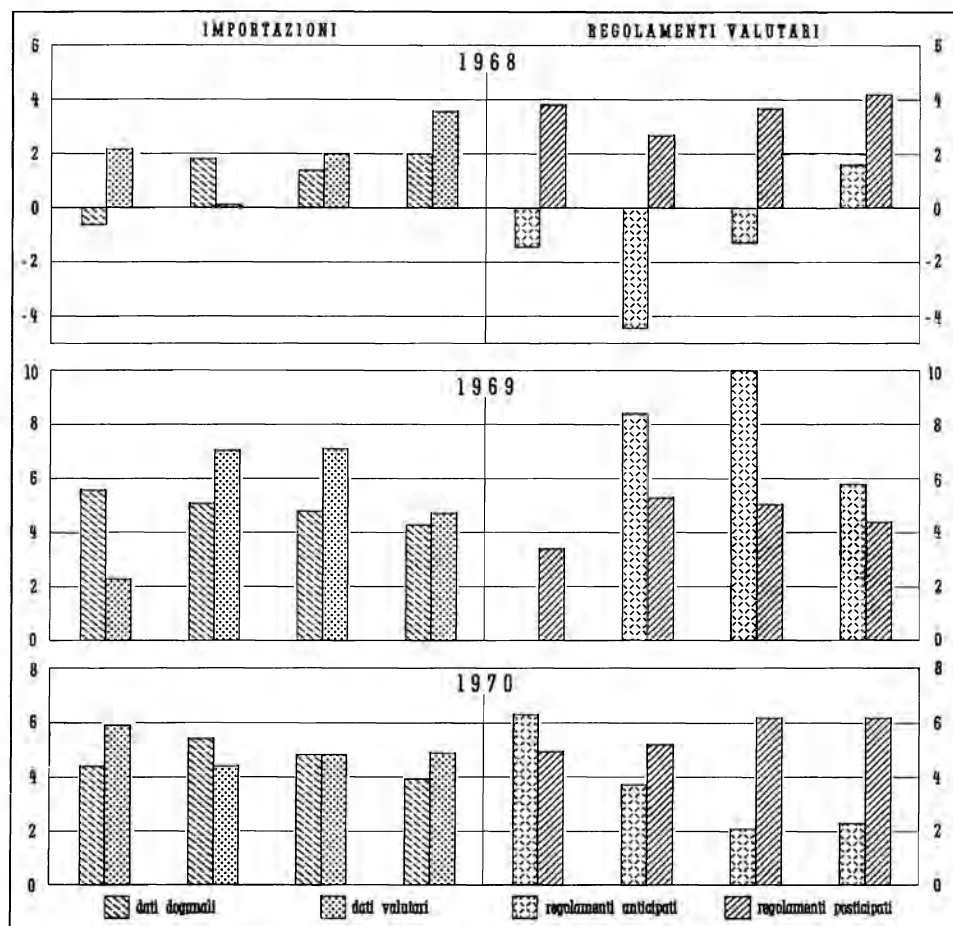
RIMBORSI PREVISTI DEI PRESTITI ESTERI
(milioni di dollari)

Rimborsi	1971	1972	1973	1974	1975	1976	Oltre e indeterminati	Totale
Per prestiti ricevuti:								
prima del 1970	237	231	188	191	187	258	1.098	2.390
nel 1970	18	39	214	174	474	146	803	1.868
Totale . . .	255	270	402	365	661	404	1.901	4.258

le quali non esiste un preciso piano di ammortamento o disinvestimento, per i capitali presi a prestito dovranno essere effettuati, nel futuro, i corrispondenti rimborsi. In relazione a ciò, si è cercato di evitare la concentrazione di oneri eccessivi sulla bilancia dei pagamenti di particolari anni, regolando e, per quanto possibile, allungando le scadenze dei prestiti: considerato che l'indebitamento netto complessivo a fine 1970 ammontava a 4,3 miliardi di dollari, i rimborsi provocheranno i più alti deflussi di capitali nel 1975 e nel 1976, rispettivamente, 661 e 404 milioni (tav. 54). Nel quinquennio 1971-1975, d'altra parte, il pagamento degli interessi sui prestiti ricevuti nel 1970 implicherà per la bilancia dei pagamenti correnti un onere aggiuntivo valutabile intorno a 600 milioni di dollari.

Crediti commerciali. — I crediti alle importazioni si sono chiusi con un saldo negativo di 45 milioni di dollari, inferiore di 315 milioni a quello dell'anno precedente, il quale, peraltro, era stato influenzato, nel comparto del lungo termine, dagli elevati rimborsi di crediti collegati ad operazioni del settore petrolifero e, nel breve termine, dal consistente aumento dei regolamenti anticipati in relazione alle note crisi valutarie. Sul miglioramento ha anche influito l'evoluzione dei tassi di interesse all'estero e in Italia.

FIG. 33



Importazioni e regolamenti valutarî
(variazioni di ciascun trimestre sul precedente; dati destagionalizzati)

Dal secondo trimestre del 1969 gli esborsi valutarî erano aumentati ad un tasso costantemente superiore a quello delle importazioni doganali. Questa tendenza è continuata sino agli inizi del 1970; in seguito i due tassi di aumento si sono gradualmente avvicinati. In particolare i pagamenti anticipati si sono accresciuti, specialmente nel

primo trimestre e nel luglio, in connessione con le difficoltà della lira, peraltro in misura contenuta anche a seguito del provvedimento del febbraio che dispose la riduzione da 360 a 30 giorni dell'intervallo consentito tra il regolamento e l'importazione. I pagamenti posticipati, i quali sono collegati con i rimborsi di crediti concessi in precedenza, sono aumentati a tassi crescenti (fig. 33). Nel complesso dell'anno i regolamenti anticipati e quelli posticipati hanno rappresentato il 37 e il 52 per cento del totale, mentre negli anni addietro queste percentuali si erano mediamente poste intorno al 40 e al 50 per cento (tav. a 51). Si può pertanto ritenere che la componente speculativa dei crediti alle importazioni, elevata nel 1969, si sia notevolmente ridotta durante lo scorso anno.

Capitali italiani: gli investimenti. — Gli investimenti diretti, al netto dei disinvestimenti, si sono più che dimezzati, passando da 283 a 110 milioni di dollari. In particolare, sono diminuiti gli apporti delle imprese italiane a società estere ad esse collegate e, in minor misura, le loro partecipazioni in società finanziarie (tavv. a 43 e a 44). Più contenute sono state anche le nuove partecipazioni assunte dalle banche italiane in organismi bancari a carattere internazionale e nel settore dei fondi comuni (tav. a 45). I finanziamenti per ricerche petrolifere, i quali rappresentano circa il 20 per cento degli investimenti

TAV. 55

PARTECIPAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO ITALIANE
AL COLLOCAMENTO DI TITOLI EMESSI ALL'ESTERO

(milioni di dollari)

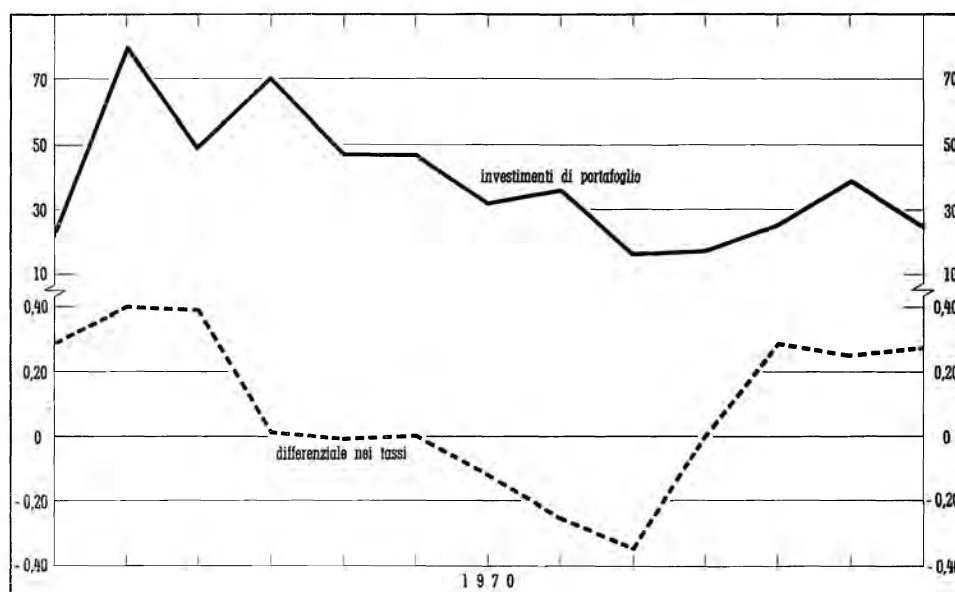
Voci	1968	1969	1970
Nuove emissioni (1) effettuate da:			
RESIDENTI (2)	75	155	363
di cui: assegnate alle aziende di credito	56	86	137
collocate presso residenti	52	79	117
NON RESIDENTI	4.022	1.816	1.065
di cui: assegnate alle aziende di credito	215	135	65
collocate presso residenti	124	89	43
TOTALE	4.097	1.971	1.428
di cui: assegnate alle aziende di credito	271	221	202
collocate presso residenti	176	168	160

(1) Limitatamente a quelle cui hanno partecipato aziende di credito italiane. — (2) Compresa le *holdings* estere di residenti.

diretti, hanno registrato una riduzione meno accentuata, passando da 80 a 50 milioni di dollari. Inoltre, una parte degli investimenti si riferisce all'assunzione di partecipazioni incrociate tra residenti e non residenti e trova quindi contropartita negli investimenti esteri in Italia.

Gli investimenti di portafoglio, i quali, a seguito dei cospicui aumenti registrati negli ultimi tre anni, sono divenuti, dopo le rimesse di banconote, il più importante canale di deflusso dei capitali italiani, si sono ragguagliati a 710 milioni di dollari, superando di circa 100 milioni il livello del 1969. L'aumento ha riguardato in massima parte titoli obbligazionari, mentre gli acquisti di « parti » di fondi comuni esteri sono diminuiti, specialmente in dipendenza delle difficoltà da questi ultimi incontrate nel 1970.

FIG. 34



Investimenti di portafoglio italiani all'estero (1)
e differenziale tra tassi di interesse esteri e italiani (2)

(1) In milioni di dollari, al lordo dei disinvestimenti e al netto degli acquisti di « parti » di fondi comuni.

(2) Sfasato di un periodo, e calcolato sulla base dei rendimenti dei principali titoli oggetto delle transazioni.

Gli acquisti complessivi di « parti » di fondi comuni sono passati da 265 a 228 milioni, mentre le vendite, pari a 20 milioni nel 1969, sono raddoppiate. Il 60 per cento del totale è stato raccolto da un solo fondo comune, con una media mensile di 11 milioni pari a 10.000 dollari per investitore singolo. Questo ultimo valore risulta notevolmente più basso per gli altri fondi comuni operanti in Italia.

Gli elevati investimenti in obbligazioni sono da collegare, tra l'altro, alle emissioni italiane sul mercato internazionale, pari a 363 milioni, e collocate per 117 milioni presso residenti dalle banche italiane

(tav. 55). Questi importi sono notevolmente aumentati rispetto agli anni precedenti, mentre sono diminuiti, sia in termini assoluti sia, soprattutto, in termini relativi, gli importi delle corrispondenti operazioni di non residenti al cui perfezionamento hanno partecipato le stesse banche italiane (tavv. a 46 e a 47). Gli investimenti di portafoglio, escludendo le transazioni relative ai fondi comuni, sono stati particolarmente elevati nel primo trimestre e sono andati sensibilmente decrescendo nei mesi successivi. Questo andamento risulta positivamente correlato con le variazioni intervenute nel differenziale tra tassi di interesse esteri e italiani, calcolato sulla base dei rendimenti dei principali titoli che sono stati oggetto delle operazioni di investimento (fig. 34).

Prestiti. — I prestiti privati sono ammontati, al netto dei rimborsi, a 195 milioni, con una diminuzione di 272 rispetto all'anno precedente. Questa forte riduzione è da attribuire quasi interamente all'andamento dei prestiti non legati alle esportazioni; gli altri hanno dato luogo, infatti, a un deflusso netto di 193 milioni, inferiore di appena 5 a quello del 1969.

I prestiti non connessi con le esportazioni solitamente riguardano operazioni tra imprese italiane e loro affiliate e finanziamenti di istituti di credito a medio e lungo termine a società estere: su questi gruppi di operazioni, come anche sugli investimenti diretti, hanno inciso i tassi di interesse, relativamente più alti in Italia e, soprattutto, la peggiorata situazione finanziaria delle imprese nazionali. I prestiti collegati con le esportazioni, dei quali hanno continuato a beneficiare in massima parte i paesi socialisti e quelli in via di sviluppo, non hanno invece presentato flessioni, anche a seguito degli elevati impegni assunti negli anni precedenti.

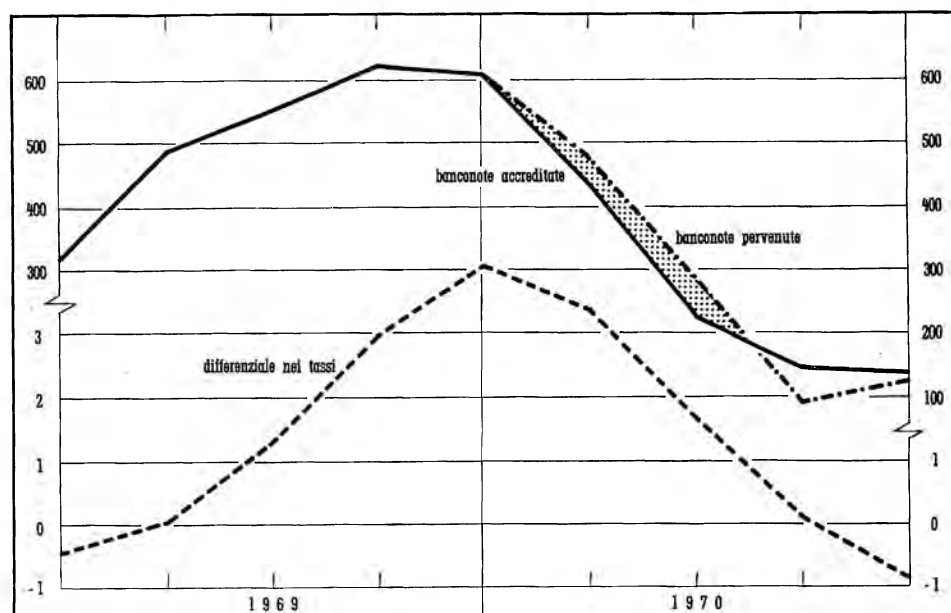
Particolarmente contenuti sono stati i prestiti pubblici, i quali si sono risolti in un deflusso netto pari a 17 milioni, a fronte di 81 milioni del 1969.

Rimesse di banconote. — Nel corso del 1970 sono intervenute consistenti modificazioni nelle rimesse di banconote italiane dall'estero: dopo un andamento iniziale con caratteristiche non dissimili dagli anni precedenti, esse sono notevolmente diminuite, passando da una media mensile intorno a 200 milioni di dollari, registrata nel 1969, a una inferiore a 50 nella seconda metà del 1970 e, complessivamente, da 2.256 a 951 milioni.

Queste variazioni sono state determinate dalla combinazione di due fattori: il rovesciamento nel differenziale dei tassi di interesse e l'accentramento delle operazioni di accreditamento delle banconote presso la Banca d'Italia, reso operante a metà febbraio.

Tale provvedimento, implicando un maggior costo per gli operatori derivante dai più lunghi tempi necessari per l'accreditamento e dal più elevato sconto della lira biglietto, ha avuto indubbi effetti immediati: nella seconda metà del mese le banconote pervenute dall'estero e quelle accreditate si sono ridotte rispettivamente del 54 e del 79 per cento nei confronti dei primi quindici giorni. La differenza tra arrivi e accreditamenti può essere considerata, limitatamente al

FIG. 35



Rimesse di banconote (1) e differenziale nei tassi di interesse (2)

(1) In milioni di dollari.

(2) Sfasato di un periodo e calcolato tra i tassi di interesse sull'euromercato a 3 mesi e quelli italiani a lungo termine.

periodo iniziale, come un indice del costo sopra ricordato. Gli effetti di questa misura sono risultati particolarmente incisivi perché essa è stata presa in coincidenza con la fase iniziale del mutato andamento dei tassi di interesse in Italia rispetto all'estero.

I tassi vigenti sul mercato dell'eurodollaro, i quali da un'indagine all'uopo condotta sono risultati quelli statisticamente significativi nella spiegazione delle rimesse di banconote degli anni più recenti, sono note-

volmente diminuiti nel corso del 1970. Questa riduzione, associata all'aumento di quelli italiani e al rallentamento della formazione di risparmio finanziario indicata in precedenza, ha contribuito in misura determinante, come si è detto, all'abbassamento dell'intensità del fenomeno delle rimesse di banconote (fig. 35).

Dal punto di vista dell'utilizzo, le rimesse di banconote connesse a movimenti di capitali hanno presentato sensibili variazioni: in particolare, osservando l'aumento degli investimenti, soprattutto diretti, della Svizzera, si può dedurre che sono verosimilmente cresciuti gli impieghi in Italia sotto nominativo estero (tav. 56).

TAV. 56

PRINCIPALI MOVIMENTI DI CAPITALI DELL'ITALIA CON LA SVIZZERA

(milioni di dollari)

Voci	Crediti		Debiti		Saldo	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
CAPITALI SVIZZERI	607,5	696,9	509,6	365,7	97,9	331,2
investimenti diretti	314,5	391,2	84,1	67,0	230,4	324,2
investimenti di portafoglio	272,1	188,6	379,2	247,6	- 107,1	- 59,0
prestiti privati	20,9	117,1	46,3	51,1	- 25,4	66,0
CAPITALI ITALIANI	14,4	35,2	2.293,2	840,6	-2.278,8	- 805,4
investimenti diretti	11,3	11,5	52,0	11,0	- 40,7	0,5
investimenti di portafoglio	2,0	0,7	3,5	9,1	- 1,5	- 8,4
prestiti privati	1,1	23,0	44,5	18,5	- 43,4	4,5
rimesse di banconote	—	—	2.193,2	802,0	-2.193,2	- 802,0
SALDO . . .	—	—	—	—	-2.180,9	- 474,2

Le transazioni correnti finanziate nel 1969 con rimesse di banconote furono valutate nella passata Relazione intorno a 250 milioni di dollari. Per contro, come si è indicato in precedenza, alcune poste delle partite correnti, in particolare il turismo, hanno subito nel 1970 alterazioni imputabili a movimenti di capitali non autorizzati. Qualora si tenga conto di queste alterazioni, per le rimesse di banconote dello scorso anno si raggiungerebbe un importo dimezzato rispetto al 1969, ma comunque superiore a quello del 1968.

Circa i paesi di provenienza, il peso della Svizzera è progressivamente diminuito, passando da oltre il 95 a meno del 60 per cento: lo spostamento è avvenuto soprattutto verso l'Austria e i paesi della CEE. Le modificazioni intervenute nella distribuzione geografica delle provenienze sono da collegare solo in parte con l'espansione del turismo.

Crediti collegati con le esportazioni. — I crediti commerciali a medio e a lungo termine e gli altri crediti indirettamente connessi con le esportazioni, i quali avevano fatto registrare sensibili aumenti negli anni più recenti, si sono risolti nel 1970 in un deflusso netto di 376 milioni di dollari, inferiore di 16 milioni a quello del 1969. In particolare, l'aumento imputabile ai crediti commerciali è stato più che compensato dalla diminuzione presentata dai crediti finanziari (tav. 57) in dipendenza delle ridotte erogazioni e del naturale accrescimento dei rimborsi.

Tav. 57

**CREDITI DIRETTAMENTE E INDIRETTAMENTE CONNESSI
CON LE ESPORTAZIONI**
(erogazioni nette in milioni di dollari)

V o c i	1968	1969	1970
Crediti commerciali a medio e lungo termine	19,0	112,3	165,6
<i>paesi: sviluppati</i>	13,6	15,8	9,0
<i>in via di sviluppo</i>	39,1	89,0	155,8
<i>socialisti</i>	- 33,7	7,5	0,8
Crediti finanziari (1)	233,4	279,5	210,3
<i>paesi: sviluppati</i>	—	—	15,4
<i>in via di sviluppo</i>	133,9	101,7	52,7
<i>socialisti</i>	99,5	177,8	142,2
Totale	252,4	391,8	375,9
<i>paesi: sviluppati</i>	13,6	15,8	24,4
<i>in via di sviluppo</i>	173,0	190,7	208,5
<i>socialisti</i>	65,8	185,3	143,0

Situazione dei crediti di rifinanziamento (compresi quelli per i quali l'UIC ha rilevato i titoli relativi e i consolidamenti INA) al 31 dicembre 1968: 236 milioni di dollari; al 31 dicembre 1969: 265 milioni; al 31 dicembre 1970: 260 milioni.

(1) Nella tavola L 5 i crediti finanziari legati, nonché quelli di rifinanziamento e consolidamento sono registrati nelle voci « Prestiti emessi o garantiti dallo Stato » e « Prestiti privati ».

Gli sfasamenti temporali tra l'assunzione degli impegni assicurativi e finanziari e l'effettiva erogazione dei relativi crediti conferiscono un notevole grado di rigidità al nostro sistema di finanziamento delle esportazioni. Le nuove garanzie assicurative concesse nel 1970 sono state inferiori di circa 500 milioni rispetto all'anno precedente, mentre le erogazioni complessive di crediti sono, come si è visto, diminuite in misura minima. Di fatto la maggior parte delle erogazioni relative al 1970 si riferisce ad impegni assunti nel 1969 e negli anni precedenti. A mantenere relativamente stabile il flusso dei crediti connessi con le

esportazioni può aver contribuito la circostanza che gli esportatori hanno finanziato con mezzi propri, o comunque non ottenuti dagli istituti speciali, una quota elevata di operazioni a seguito di difficoltà incontrate nella fase assicurativa e in quella finanziaria.

L'utilizzo del *plafond* assicurativo, pari a 700 miliardi di lire, è stato limitato, con decisione del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, a 550 miliardi. Le nuove garanzie hanno riguardato in prevalenza forniture di merci ed esecuzione di lavori all'estero; la quota dei crediti finanziari è diminuita rispetto al totale (tav. 58).

TAV. 58

GARANZIE ASSICURATIVE CONCESSE PER ESPORTAZIONI DI MERCI,
CREDITI FINANZIARI ED ESECUZIONE DI LAVORI

(milioni di dollari)

Voci	Importo operazioni		Importo crediti dilazionati		Impegni assicurativi(1)	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
<i>valori assoluti</i>						
Forniture di merci (2)	808	487	679	405	719	398
Crediti finanziari (2)	450	206	450	206	585	253
Esecuzione di lavori all'estero	123	718	55	63	79	218
Totale . . .	1.381	1.411	1.184	674	1.383	869
<i>composizione percentuale</i>						
Forniture di merci (2)	58,5	34,5	57,3	60,1	52,0	45,8
Crediti finanziari (2)	32,6	14,6	38,0	30,6	42,3	29,1
Esecuzione di lavori all'estero	8,9	50,9	4,7	9,3	5,7	25,1
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: ICE.

Plafond assicurativo nel 1969: 900 miliardi di lire; nel 1970: 700 miliardi.

Totale impegni assicurativi in essere al 31 dicembre 1970: 3.732 milioni di dollari.

(1) Compresa la quota interessi. — (2) Nei dati è compresa anche una quota relativa all'esecuzione di lavori.

E' da rilevare che, a differenza dei crediti direttamente connessi con le esportazioni, l'esecuzione di lavori, la prestazione di altri servizi e i rifinanziamenti non si traducono in un corrispondente miglioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Le garanzie assicurative per forniture di merci e per l'esecuzione di lavori all'estero hanno interessato per la maggior parte i paesi in via di sviluppo, mentre quelle per crediti finanziari vanno riferite soprattutto ai paesi socialisti (tav. a 50).

Nel 1970 la consistenza dei complessivi impegni assunti dall'INA, al netto di quelli scaduti, è aumentata in misura relativamente modesta rispetto all'anno precedente, passando da 3.350 a 3.732 milioni di dollari; ove si consideri anche il contenimento degli impegni assunti dagli istituti speciali, nel 1971 le erogazioni di crediti direttamente e indirettamente connessi con le esportazioni non dovrebbero accrescersi in misura molto sensibile.

I crediti commerciali a breve termine hanno dato luogo a un deflusso di 445 milioni di dollari, importo più che doppio rispetto a quello dell'anno precedente. Sono alla base di questa sensibile variazione l'aumentato volume delle nostre forniture all'estero e la quota crescente, sul totale dei regolamenti, di quelli posticipati (tav. a 51).

Con D.M. del 4 gennaio 1971 il termine entro il quale debbono essere regolate le esportazioni è stato riportato a 360 giorni. Inalterati sono rimasti invece i termini di regolamento delle importazioni.

Come è noto, i crediti all'esportazione sono influenzati, positivamente, dalle esportazioni avvenute nello stesso periodo e dagli impegni assicurativi per forniture di merci assunti dall'INA in precedenza; negativamente, dalle esportazioni dei trimestri passati in quanto collegate con i rimborsi.

Da un'indagine di lungo periodo si è ricavata una valutazione quantitativa di queste relazioni: in media si traducono in crediti netti di un trimestre il 45 per cento circa delle esportazioni ad esso relative e intorno al 20 per cento degli impegni assicurativi assunti nell'anno precedente; l'influenza negativa delle esportazioni già avvenute è decrescente e si esaurisce nell'ambito di 9 trimestri.

I movimenti monetari.

La posizione sull'estero della Banca d'Italia, dell'Ufficio italiano dei cambi e delle aziende di credito. — L'avanzo della bilancia dei pagamenti si è interamente riflesso nel miglioramento della posizione sull'estero della Banca d'Italia e dell'UIC, al quale ha anche contribuito una modesta contrazione delle attività nette delle aziende di credito. Alla fine del 1970, le riserve ufficiali ammontavano pertanto a 5.271 milioni di dollari e la posizione a medio e lungo termine a 432 milioni, mentre la posizione creditoria delle banche si era ridotta a 17 milioni (tavv. 59 e a 52).

Il finanziamento del disavanzo registrato nel primo trimestre del 1970 (757 milioni, pari al 12 per cento circa delle riserve possedute e potenziali di quel periodo) è stato assicurato attraverso un ampio

**POSIZIONE SULL'ESTERO DELLA BANCA D'ITALIA, DELL'UFFICIO ITALIANO DEI CAMBI
E DELLE AZIENDE DI CREDITO**

(consistenze di fine periodo in milioni di dollari)

Voci	Dicembre				Marzo 1971
	1967	1968	1969	1970	
<i>Banca d'Italia - UIC</i>					
Riserve ufficiali:					
in oro o con garanzia aurea	3.244,8	3.820,9	3.822,0	3.242,2	3.394,1
oro	2.399,9	2.923,3	2.955,9	2.886,7	2.884,4
diritti speciali di prelievo	—	—	—	76,7	215,6
posizione di riserva nel FMI					
per utilizzo quota	526,7	393,4	312,4	275,6	290,9
GAB	65,0	251,0	300,5	—	—
altre	250,0	250,0	250,0	—	—
posizione netta nel FME	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
con garanzia espressa in lire	624,8	124,8	156,8	—	—
titoli esteri in lire	124,8	124,8	156,8	—	—
riporti attivi con banche centrali	500,0	—	—	—	—
Valute convertibili	1.419,1	958,4	898,0	2.063,8	2.644,3
dollari USA	1.328,8	635,4	707,3	1.690,0	2.287,5
franchi svizzeri	36,9	54,6	36,8	72,2	85,3
marchi tedeschi	32,5	135,1	126,4	270,1	255,5
franchi francesi	—	112,5	—	—	—
altre	20,9	20,8	27,5	31,5	16,0
Totale riserve ufficiali lorde . . .	5.288,7	4.904,1	4.876,8	5.306,0	6.038,4
Passività a breve termine	— 50,6	— 25,8	— 180,4	— 34,7	— 44,1
riporti passivi con banche centrali	—	—	—	—	—
altre	— 50,6	— 25,8	— 180,4	— 34,7	— 44,1
Totale riserve ufficiali nette . . .	5.238,1	4.878,3	4.696,4	5.271,3	5.994,3
Posizione a medio e lungo termine:					
Titoli esteri: in valuta	247,3	200,9	35,3	68,5	39,0
in lire	100,7	300,2	163,1	105,5	107,2
Conti consolidati	88,4	158,8	130,0	75,7	51,2
Titoli italiani in valuta	418,9	494,4	303,2	287,1	276,7
Conto diritti speciali di prelievo	—	—	—	— 105,0	— 212,0
Totale . . .	855,3	1.154,3	631,6	431,8	262,1
Totale Banca d'Italia - UIC . . .	6.093,4	6.032,6	5.328,0	5.703,1	6.256,4
<i>Aziende di credito</i>					
Attività	3.596,4	5.159,9	7.239,7	10.117,8	9.435,6
Passività	3.561,7	4.437,1	7.203,5	10.100,9	9.684,0
Saldo	34,7	722,8	36,2	16,9	— 248,4
(per memoria)					
Riserve potenziali e impegni finanziari (1):					
FMI: tranches di credito	1.151,7	1.018,4	937,6	1.724,4	1.709,1
disponibilità in lire del Fondo	98,3	231,6	312,6	724,4	709,1
GAB: linea di credito accordata	485,0	299,0	249,5	—	—
Accordi reciproci di credito (swaps):					
con la FRB di New York e il Tesoro USA . . .	250,0	1.000,0	1.000,0	1.500,0	1.250,0
con altre banche centrali e con la BRI	—	90,0	—	—	—
Facilitazioni a medio term. alla Banca d'Inghilterra	—	225,0	225,0	225,0	225,0

(1) Quota non utilizzata.

(1) Quota non utilizzata.

ricorso alle facilitazioni di credito reciproco (*swaps*) esistenti fra la Banca d'Italia e il Sistema della Riserva federale; successivamente, per rimborsare quei prelievi è stata utilizzata prevalentemente la posizione creditoria sul FMI; infine, gli avanzi di bilancia dei pagamenti dell'ultima parte dell'anno hanno determinato, soprattutto, aumenti delle disponibilità in valute convertibili (tav. 60).

Tav. 60

MOVIMENTI MONETARI

(milioni di dollari)

Voci	1970					1971
	trimestre				Anno	trimestre
	I	II	III	IV		I
Saldo della bilancia dei pagamenti (disavanzo: —)	- 757	181	335	597	356	288
Posizione sull'estero delle az. di credito (riduzione attività nette: —) . . .	131	- 44	169	- 276	- 20	- 265
Posizione Banca d'Italia - UIC (riduzione attività nette: —) . . .	- 888	225	166	873	376	553
— oro e diritti speciali di prelievo .	143	- 41	—	- 94	8	137
— posizione nel FMI	22	- 139	- 589	119	- 587	15
— posizione a medio e lungo termine	- 139	- 61	- 11	11	- 200	- 170
— passività a breve	- 840	610	331	45	146	- 9
— valute convertibili e altre riserve	- 74	- 144	435	792	1.009	580

Alla fine del 1970 la composizione delle riserve ufficiali risultava notevolmente modificata rispetto ad un anno prima: la componente in oro e con garanzia aurea è infatti scesa dall'81 al 61 per cento del totale, per converso la quota in valute convertibili è passata dal 19 al 39 per cento. La circostanza che all'oro sia attribuita la caratteristica di riserva di ultima istanza, cosicché il finanziamento di squilibri dei conti con l'estero si effettua in primo luogo utilizzando altri tipi di attività, e il noto accordo sull'oro raggiunto fra le banche centrali valgono a spiegare le contenute variazioni dello stock aureo e, per contro, l'ampia variabilità del suo peso rispetto al totale delle riserve. A ciò si aggiunga che un'ampia quota delle riserve in valute convertibili sta a fronte di posizioni debitorie, pure in valuta, derivate soprattutto dalle recenti assunzioni di prestiti esteri.

Gli accordi di credito reciproco con il Sistema della Riserva federale e con il Tesoro degli Stati Uniti, il cui massimale, come fu detto nella passata Relazione, venne elevato nel marzo 1970 a 1.500 milioni di dollari, sono stati attivati dalla

Banca d'Italia per 200 milioni in gennaio e per altri 600 milioni in febbraio; i rimborsi sono stati effettuati in maggio e in luglio. Un ulteriore prelievo di 200 milioni, in giugno, è stato rimborsato nello stesso mese.

Nel dicembre la quota italiana nel FMI è stata aumentata da 625 a 1.000 milioni di dollari; un quarto dell'aumento, pari a 93 milioni, è stato versato in oro, come prescritto dallo statuto del Fondo.

All'inizio del 1971 ha avuto luogo la seconda assegnazione di diritti speciali di prelievo: all'Italia ne sono stati attribuiti per il controvalore di 107 milioni di dollari. E' inoltre venuto a scadenza, nel marzo, l'accordo di credito reciproco di 250 milioni concluso l'anno precedente con il Tesoro degli Stati Uniti.

Le aziende di credito, pur non avendo variato in misura apprezzabile la loro posizione netta sull'estero, hanno accresciuto fra la fine del 1969 e quella del 1970 le attività e passività lorde di circa 3 miliardi di dollari, portandole al livello di 10 miliardi. Siffatto aumento si riduce peraltro di oltre un terzo qualora si raffrontino le medie delle consistenze di fine mese dei due anni considerati; nell'ultimo trimestre dell'anno, infatti, l'incremento delle attività e passività lorde delle banche, soprattutto quelle denominate in dollari (tav. a 53), ha ecceduto i consueti gonfiamenti di bilancio di fine anno.

Questa evoluzione, che trova altresì riscontro nella posizione delle banche italiane sul mercato dell'eurodollaro (tav. a 54), è verosimilmente da collegare alla capacità moltiplicativa di questo mercato, tra l'altro favorita, come è posto in evidenza in un precedente capitolo di questa Relazione, dal riafflusso dei fondi che le banche americane avevano prelevato nel 1969. Le banche italiane hanno quasi esclusivamente svolto un'azione intermediatrice fra diversi paesi esteri: i finanzia-

TAV. 61

POSIZIONE CON L'UIC DELLE AZIENDE DI CREDITO

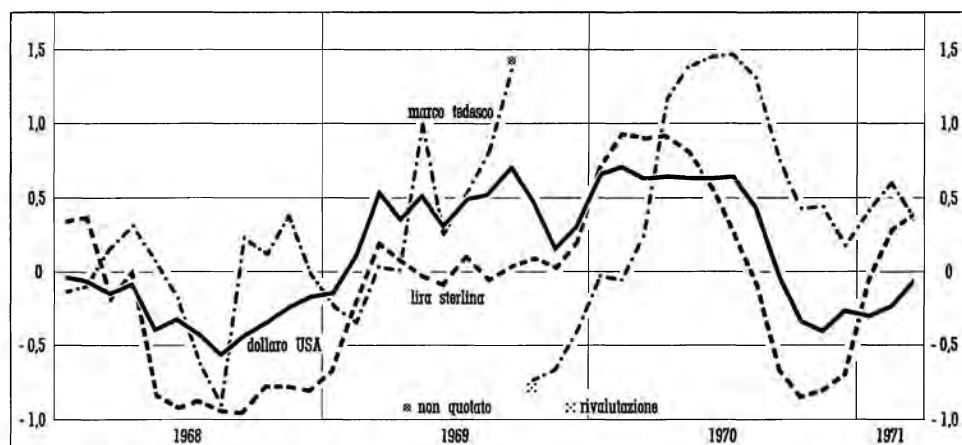
(consistenze di fine mese in milioni di dollari)

Periodo	Cessioni con cambio		Totale
	garantito	non garantito	
1969 - gennaio	2.119,9	28,4	2.148,3
dicembre	1.561,8	28,3	1.590,1
1970 - gennaio	1.562,9	28,3	1.591,2
marzo	1.552,7	31,5	1.584,2
giugno	1.464,3	30,8	1.495,1
settembre	1.371,3	30,7	1.402,0
dicembre	1.433,5	28,3	1.461,8
1971 - marzo	1.637,6	28,5	1.666,1

menti in valuta alla clientela residente sono infatti aumentati, nell'anno in esame, di 150 milioni di dollari soltanto, ed hanno riguardato per la metà circa gli esportatori. Ciò discende direttamente dalle vigenti disposizioni in materia di posizione sull'estero delle banche: queste sono infatti tenute a mantenere in equilibrio i loro conti, tranne il caso in cui l'eccedenza della raccolta all'estero sia impiegata in finanziamenti all'esportazione. In questo contesto, anche la posizione verso l'UIC non ha subito nel corso dell'anno variazioni rilevanti (tav. 61).

Il cambio della lira a pronti e a termine. — La quotazione della lira nei confronti del dollaro sul mercato dei cambi a pronti (fig. 36) è stata, fino a luglio, molto prossima al limite superiore di intervento: prima, l'andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti e poi, appunto in luglio, l'ondata speculativa dovuta a fattori politici, hanno costi-

FIG. 36



Scarti percentuali fra cambio ufficiale e cambio di parità della lira
(il segno dello scostamento è riferito al premio o allo sconto della valuta estera rispetto alla lira)

tuito le cause principali della tensione del cambio. Particolarmente intensa è stata la domanda di dollari nella prima metà di quel mese, quando si diffusero voci di imminente svalutazione della lira: gli interventi in vendita della Banca d'Italia superarono in quel periodo i 350 milioni di dollari. Successivamente, risolta la crisi politica e registrando la bilancia dei pagamenti cospicui afflussi di capitali, il cambio è migliorato, fino a portarsi, in settembre, in premio rispetto alla parità col dollaro.

Lo scarto della lira-biglietto dal bonifico, che si era ampliato fino al 3-4 per cento subito dopo il noto provvedimento del febbraio 1970 relativo alle modalità di accredito delle banconote italiane nei

conti capitale, si è mantenuto mediamente intorno all' 1,5 per cento, ove si eccettui il periodo giugno-settembre, nel corso del quale, contrariamente al consueto andamento stagionale, lo scarto è stato in media più elevato (intorno al 3 per cento, con punte massime del 5).

Gli avvenimenti ora descritti hanno avuto ripercussioni ancora più sensibili sulla quotazione a termine (fig. 29) la quale ha rispecchiato compiutamente le aspettative del mercato, non essendo stato effettuato dalla Banca centrale alcun intervento correttivo, anche quando, come a metà luglio, lo sconto della lira aveva raggiunto punte eccezionalmente elevate (17 per cento). Da agosto, la lira a termine è gradualmente

TAV. 62

OPERAZIONI DI RIPORTO DOLLARI-LIRE DELLE BANCHE ITALIANE
(consistenze di fine mese in milioni di dollari)

Mesi	1968	1969	1970
Gennaio	78,4	156,7	37,0
Febbraio	55,5	152,0	26,1
Marzo	32,8	105,2	28,6
Aprile	51,9	- 27,7	20,5
Maggio	92,4	- 20,1	3,7
Giugno	93,8	- 43,3	24,8
Luglio	153,1	- 51,3	44,5
Agosto	189,5	- 19,6	53,9
Settembre	184,6	- 58,1	81,7
Ottobre	203,1	- 37,8	121,3
Novembre	145,8	—	223,5
Dicembre	133,3	35,4	215,2

Gli importi positivi indicano impegni per consegna a termine di dollari contro lire, quelli negativi impegni per consegna a termine di lire contro dollari.

migliorata, tanto che a fine anno lo sconto rispetto al dollaro era inferiore all' 1 per cento. Questo andamento è da collegare, oltre che al dileguarsi delle voci di svalutazione della lira, all'effettuazione da parte delle banche italiane di riporti lire-dollari (tav. 62) consistenti in acquisti di dollari a pronti contro lire e operazioni contrarie a termine. La contrazione dei tassi di interesse sull'euromercato, scesi negli ultimi mesi del 1970 al disotto dei tassi italiani, giustifica comunque il permanere di un premio a favore del dollaro; è noto infatti che, quando il mercato non è disturbato da movimenti speculativi collegati soprattutto ad aspettative di mutamenti di parità monetarie, è il differenziale dei tassi di interesse fra due paesi che determina la quotazione a termine delle rispettive valute.

LA FINANZA PUBBLICA

Nel 1970 l'indebitamento complessivo risultante dalle gestioni di competenza dei vari comparti del settore pubblico si è accresciuto nonostante la flessione registrata nel bilancio statale, che ha potuto beneficiare di consistenti rinvii di spese ad esercizi successivi. L'espansione si è accompagnata ad un deterioramento qualitativo della complessiva gestione del settore pubblico in quanto ha tratto origine specialmente da un aumento del disavanzo corrente; nel caso dello Stato sono inoltre diminuite le spese per investimenti.

L'indebitamento risultante dalle gestioni di competenza è stato superiore a quello effettivamente realizzato in termini di cassa, così da causare un ulteriore appesantimento del conto dei residui. L'aumento di quelli passivi è risultato nel bilancio statale molto elevato, anche se inferiore a quello del 1969, ed ha interessato particolarmente le spese del conto capitale.

Anche in termini di cassa, comunque, nel 1970 le complessive esigenze finanziarie del settore pubblico si sono notevolmente accresciute, in parte per ragioni accidentali quali gli slittamenti di pagamenti connessi agli scioperi del personale statale della fine del 1969. Ad esse è stato fatto fronte, per la maggior parte, come già nell'anno precedente, con finanziamenti a breve termine della Banca d'Italia; le condizioni del mercato finanziario non hanno infatti permesso di attingervi in misura consistente.

Per quanto concerne il concorso dell'operatore pubblico allo sviluppo del reddito nazionale, l'impulso espansivo fornito dalla pubblica amministrazione e valutato sulla base dei dati di contabilità nazionale è stato nel 1970 molto limitato soprattutto a causa del forte aumento del prelievo fiscale tramite le imposte indirette e di quello parafiscale, derivanti rispettivamente dall'aumento della domanda interna e dallo sviluppo delle retribuzioni.

Per l'anno in corso è ragionevole prevedere un ulteriore aumento del fabbisogno delle gestioni di competenza e ciò non soltanto sulla base dei dati disponibili per lo Stato e le aziende autonome, ma anche in considerazione delle nuove spese che incombono, direttamente o indirettamente, sulla tesoreria statale in relazione specialmente alle asse-

gnazioni di fondi alle imprese pubbliche, alla riforma sanitaria, agli interventi nel settore dell'edilizia ed agli oneri derivanti dall'attuazione della politica agricola comunitaria e dalla prosecuzione del Piano Verde.

E' molto difficile avanzare previsioni, per il corrente anno, circa il fabbisogno di cassa del complessivo settore pubblico ed anche di un settore più ristretto come quello statale, sia per la mancanza di informazioni circa la liquidazione di vecchi residui e l'accumulo di nuovi, sia perché non sono ancora noti gli stanziamenti riguardanti alcuni degli anzidetti programmi di spesa.

A questo riguardo è da prevedere che, a parte le somme da assegnare alle imprese pubbliche, le quali vengono di solito pagate subito dopo l'approvazione del relativo provvedimento di autorizzazione, le spese connesse con gli investimenti da effettuare dallo stesso settore pubblico difficilmente potranno essere erogate o, per lo meno, esplicitare un'apprezzabile azione di stimolo sulla domanda globale entro il 1971.

La gestione di competenza del bilancio statale.

Nel corso del 1970 l'indebitamento potenziale dello Stato risultante dalle operazioni della gestione di competenza è stato lievemente inferiore a quello del 1969 (tav. 63). La diminuzione (da 2.890 a 2.822 miliardi) è stata però originata da una flessione delle spese per investimento; per contro, il saldo negativo della parte corrente non ha segnato variazioni di rilievo, nonostante che le entrate tributarie relative alle imposte sul reddito e sul patrimonio abbiano segnato, tra i due anni, una flessione del 2,5 per cento, in conseguenza specialmente delle astensioni dal lavoro effettuate dal personale degli uffici tributari nell'inverno 1969/1970, oltre che delle agevolazioni fiscali concesse nel 1968 a favore dei nuovi investimenti; la restante parte delle entrate tributarie si è invece accresciuta del 10,2 per cento.

La diminuzione del fabbisogno, evento che non accadeva da diversi anni, è stata l'effetto del rinvio all'esercizio 1971 di una rilevante quota di oneri per il cui finanziamento si prevedeva il ricorso ad emissioni di titoli; rinvio, a sua volta, determinato dall'impossibilità di procedere a queste emissioni ed oggetto di analisi particolareggiata in seguito.

BILANCIO STATALE: GESTIONE DI COMPETENZA
(miliardi di lire)

Voci	Consuntivi (1)		Preventivi			
			Secondo gli stati di previsione		Compresi gli oneri aggiuntivi (2)	
	1969	1970	1970	1971	1970	1971
<i>Parte corrente:</i>						
Entrate	10.007	10.722	10.866	12.074	11.044	12.445
Spese	10.088	10.830	10.318	11.612	10.994	12.556
Avanzo (+) o disavanzo (—)	- 81	- 108	548	462	50	- 111
<i>Conto capitale:</i>						
Entrate	370	260	58	62	95	62
Spese	3.179	2.974	2.028	2.083	2.824	3.650
di cui: investimenti	2.765	2.696	1.944	2.039	2.663	3.606
Disavanzo (—)	- 2.809	- 2.714	- 1.970	- 2.021	- 2.729	- 3.588
<i>Operazioni di debito a medio e lungo termine:</i>						
Entrate	2.187	1.457	34	11	1.266	2.151
Spese	666	451	479	318	454	318
Saldo (maggiori debiti +)	1.521	1.006	- 445	- 307	812	1.833
<i>Risultanze complessive:</i>						
Entrate	12.564	12.439	10.958	12.147	12.405	14.658
Spese	13.933	14.255	12.825	14.013	14.272	16.524
Disavanzo (—) (3)	- 1.369	- 1.816	- 1.867	- 1.866	- 1.867	- 1.866
<i>Fabbisogno da finanziare (—) (4) . . .</i>	- 2.890	- 2.822	- 1.422	- 1.559	- 2.679	- 3.699
<i>Indebitamento netto (—) (5)</i>	- 2.297	- 2.319	- 1.291	- 1.517	- 2.157	- 3.019

(1) Dalla Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati del 1970 sono provvisori. — (2) Vengono considerati gli effetti dei più importanti provvedimenti di spesa non accolti negli stati di previsione iniziale, in quanto da finanziare con apposite emissioni di titoli o perché deliberati successivamente alla presentazione del bilancio, nonché i provvedimenti di variazione al bilancio stesso. — (3) Pari al potenziale aumento dei debiti a breve. — (4) Pari al complessivo indebitamento a breve ed a lungo termine, cioè all'eccedenza del disavanzo del conto capitale sul risparmio pubblico. — (5) Variazione della situazione finanziaria pari alla differenza tra i nuovi debiti misurati dal fabbisogno, da un lato, e le concessioni nette di crediti e le partecipazioni azionarie, dall'altro.

Inoltre, l'esercizio 1970 ha risentito favorevolmente degli effetti della legge n. 64 del 1955, la quale assegna i mezzi di copertura all'esercizio in cui sono reperiti e le spese con essi finanziate a quello in cui si perfeziona la relativa legge di autorizzazione; esso infatti, mentre ha subito un aggravio di soli 53 miliardi provenienti da esercizi precedenti, ha rimandato ai successivi oneri per 312 miliardi. Concorrono a determinare quest'ultimo importo le spese relative al riassetto delle carriere e delle retribuzioni dei pubblici dipendenti che sono slittate nel 1971 non essendo stati i relativi provvedimenti pubblicati prima della chiusura dell'esercizio 1970.

Il fatto che il fabbisogno risultante dal consuntivo 1970 (colonna 2 della tavola 63) sia più elevato rispetto al preventivo (colonna 5) nonostante i rilevanti slittamenti causati dalla legge n. 64 trova spiegazione ove si consideri che nel consuntivo le entrate tributarie si sono mantenute ad un livello più basso delle previsioni a causa specialmente degli effetti degli anzidetti scioperi.

Per quanto riguarda la previsione per l'esercizio 1971 del fabbisogno della gestione di competenza, integrando le risultanze degli stati di previsione con le spese e le entrate deliberate successivamente, nonché con gli oneri da coprire con il ricorso all'indebitamento, si raggiunge un importo di 3.700 miliardi. L'aumento, rispetto all'analogo dato per il 1970, è pari a circa 1.000 miliardi ed è riferibile essenzialmente allo sviluppo delle spese per investimenti.

Se l'esame si estende anche ai bilanci delle aziende autonome, le cui esigenze per il finanziamento del disavanzo di gestione si sono notevolmente accresciute nelle previsioni del 1971, il fabbisogno potenziale complessivo del settore così definito supera per quest'anno i 4.300 miliardi (tav. 64).

Le previsioni di spesa del 1971, pur calcolate tenendo conto dei più importanti provvedimenti in corso di approvazione da parte del Parlamento, sono destinate ad accrescersi in relazione alle altre spese che potranno essere decise nei prossimi mesi dell'anno; il fabbisogno ovviamente aumenterà solo per la parte delle maggiori spese da finanziare con l'indebitamento. D'altra parte non è attualmente possibile prevedere quanta parte delle entrate tributarie dello Stato non realizzate nel 1970 potrà scaricarsi nel 1971.

Già nelle passate Relazioni è stata messa in evidenza l'impossibilità di trarre dalle previsioni relative ai bilanci di competenza informazioni circa l'effettivo andamento della gestione di cassa. Più di recente il Libro bianco sulla spesa pubblica ha posto in rilievo la necessità di mettere a disposizione del Parlamento previsioni circa l'andamento degli incassi e dei pagamenti in termini di cassa.

I sempre più estesi compiti che il bilancio pubblico è chiamato ad assolvere in campo nazionale e le sue incidenze nel più vasto ambito comunitario esigono una generale ristrutturazione delle procedure di bilancio, allo scopo di realizzare una maggiore elasticità della politica fiscale il cui istrumentario appare, attualmente, piuttosto inadeguato; la possibilità di disporre di un preventivo di cassa sufficientemente articolato, non solo per lo Stato ma per tutto il settore pubblico, è da

considerare la prima condizione per evitare che la politica fiscale possa paradossalmente porsi come ostacolo allo sviluppo equilibrato del sistema economico.

Tav. 64

**INDEBITAMENTO, RISPARMIO E INVESTIMENTI
DELLO STATO E DELLE AZIENDE AUTONOME STATALI**
(previsioni della gestione di competenza; miliardi di lire)

Voci	1970	1971
<i>Indebitamento</i>		
Stato (1)	2.679	3.699
Aziende autonome:		
Bilancio preventivo (2)	519	611
Oneri aggiuntivi (3)	5	—
	<u>524</u>	<u>611</u>
Totale	<u>3.203</u>	<u>4.310</u>
<i>Risparmio (4)</i>		
Stato (1)	50 66	- 111 - 92
Aziende autonome (2)	- 430 - 233	- 534 - 334
Totale	- 380 - 167	- 645 - 426
<i>Investimenti</i>		
Stato (1)	2.663	3.606
Aziende autonome:		
Bilancio preventivo (5)	290	288
Oneri aggiuntivi (3)	41	—
	<u>331</u>	<u>288</u>
Totale	<u>2.994</u>	<u>3.894</u>

(1) Come dalle ultime due colonne della tavola 63. — (2) Considerando tra le spese i versamenti di utili al Tesoro. — (3) Deliberati dopo la presentazione dei bilanci di previsione. — (4) Al lordo degli ammortamenti, che comprendono, per le aziende autonome, anche le spese per ammodernamenti e miglioramenti. Le cifre in corsivo indicano il risparmio al netto degli ammortamenti. — (5) Al netto delle entrate in conto capitale provenienti dallo Stato, quali risultano dai preventivi delle aziende.

La gestione di cassa della tesoreria statale.

Nel corso del 1970 il fabbisogno risultante dalle operazioni di cassa del Tesoro, della Cassa DD.PP. e delle aziende autonome ha superato i 3.200 miliardi (tavv. 65 e a 55). Nel confrontare questo dato con quelli degli anni precedenti (poco meno di 1.700 miliardi nel 1969 e circa 2.000 nel 1968) bisogna tenere conto degli effetti delle astensioni dal lavoro effettuate alla fine del 1969 dai dipendenti statali: come è stato rilevato nella Relazione dello scorso anno, consistenti partite di spesa sono infatti slittate ai primi mesi del 1970,

OPERAZIONI DEL TESORO, DELLA CASSA DD.PP.
E DELLE AZIENDE AUTONOME STATALI (1)
(anni e trimestri solari; gestione di cassa; miliardi di lire)

Voci	1969		1970		1971
	1° trim.	Anno	1° trim.	Anno	1° trim.
<i>Fabbisogno</i>					
Disavanzo (—) della gestione del bilancio statale	- 178	- 599	- 1.549	- 2.459	- 1.012
Operazioni minori della tesoreria statale	- 80	- 462	766	283	278
Gestioni Cassa DD.PP. e aziende autonome (—)	- 119	- 631	- 366	- 1.055	- 151
Totale	- 377	- 1.692	- 1.149	- 3.231	- 885
<i>di cui: per operazioni di credito (—) . .</i>	- 285	- 926	- 327	- 923	- 252
<i>Gestione di bilancio</i>	- 179	- 483	- 140	- 324	- 237
<i>Cassa DD.PP.</i>	- 106	- 443	- 187	- 599	- 15
<i>Copertura</i>					
Titoli a medio e lungo termine, esclusa B.I. . .	398	358	31	27	266
Raccolta amministrazione postale	6	375	40	241	133
BOT, esclusa la Banca d'Italia	15	- 146	- 42	- 1	53
Debiti verso la Banca d'Italia	- 36	1.117	1.061	2.742	396
<i>di cui: c/c di tesoreria provinciale (2) . .</i>	49	- 399	594	1.704	49
Debiti esteri	3	- 2	- 1	47	37
Altri debiti	- 9	- 10	60	175	..
Totale	377	1.692	1.149	3.231	885
<i>di cui: finanziamenti interni</i>					
<i>a breve termine</i>	- 24	1.325	1.117	3.081	577
<i>a medio e lungo termine . . .</i>	398	369	33	103	271
Indebitamento netto (3)	92	766	822	2.308	633

(1) La presente tavola è derivata dalla tavola a 55. Per il 1° trimestre 1971 alcune cifre sono stimate. — (2) Le cifre con segno positivo indicano maggiori debiti del Tesoro. — (3) Variazione della situazione finanziaria, cioè dei debiti al netto dei crediti.

mentre l'entrata è stata influenzata in misura molto minore. Inoltre nel 1970 si è avuta, per le ragioni già rilevate, una decurtazione dei proventi delle imposte dirette.

Osservando l'andamento trimestrale del fabbisogno nel corso del 1970 rispetto all'anno precedente, si rileva che al forte aumento del primo trimestre, che trova spiegazione negli anzidetti slittamenti di spesa, ha fatto seguito nella parte centrale dell'anno una flessione, mentre nell'ultimo trimestre il fabbisogno ha raggiunto di nuovo un ammontare molto rilevante (1.370 miliardi contro 500 nel 1969 e 630 nel 1968) in relazione, tra l'altro, ai provvedimenti per la ripresa economica decisi nell'autunno 1970.

Circa gli effetti finanziari di questi provvedimenti va rilevato che nel 1970, a fronte di erogazioni, per circa 250 miliardi, a favore specialmente di enti mutualistici (da parte sia della gestione di bilancio sia della Cassa DD.PP.), i maggiori introiti tributari, tenuto conto della dilazione di pagamento della quale le imprese petrolifere godono per il versamento in tesoreria dell'imposta di fabbricazione, sono rimasti al di sotto dei 100 miliardi.

L'evoluzione tra i due anni delle singole componenti del fabbisogno mostra come il notevole aumento del disavanzo di bilancio abbia trovato in parte compenso nell'inversione di andamento segnata dal risultato netto delle partite di tesoreria: infatti, mentre alla fine del 1969 la gestione di tesoreria aveva sopportato l'onere di rilevanti erogazioni riguardanti trasferimenti all'INPS e spese di personale che non avevano potuto, a causa degli scioperi, venire registrati tra i pagamenti di bilancio, nel 1970 è stata effettuata la sistemazione contabile dei rapporti tra le due gestioni.

Un notevole aumento hanno segnato anche le erogazioni nette della Cassa DD.PP. e delle aziende autonome.

La gestione di cassa del bilancio statale. — L'elevatezza degli aumenti che le partite di spesa del bilancio statale mostrano nel 1970 è principalmente l'effetto della normalizzazione dell'attività dopo gli scioperi della fine del 1969; gli aumenti sono infatti prevalentemente da collegarsi sia alla regolazione contabile delle anzidette partite sospese tra la tesoreria ed il bilancio sia agli effettivi slittamenti di erogazioni dagli ultimi due mesi del 1969 ai primi del 1970 (tav. 66). Per quanto concerne però gli interessi e gli investimenti diretti, l'aumento, data la mancanza di operazioni per importi rilevanti nei due mesi del supplemento 1969, non sembra possa dipendere dagli effetti degli anzidetti scioperi; tanto più che ciò trova conferma nell'andamento delle principali determinanti di tali spese e cioè, rispettivamente, nel progressivo aumento dell'indebitamento e nell'accresciuto valore, nel 1970, delle opere pubbliche realizzate.

Nonostante questo aumento, nel 1970 i pagamenti per investimenti diretti sono risultati inferiori di circa il 40 per cento rispetto ai relativi impegni.

Il provento delle imposte sul reddito e sul patrimonio mostra di avere sensibilmente risentito della diminuzione degli accertamenti: l'aumento degli incassi per competenza e residui è stato soltanto del 2,3 per cento. Per contro il gettito delle tasse ed imposte sugli affari e delle imposte sulla produzione e sui consumi, calcolato al netto del

BILANCIO STATALE: INCASSI E PAGAMENTI (1)

(anni solari; competenza e residui; miliardi di lire)

Incassi	1969	1970	Pagamenti	1969	1970
Entrate tributarie (2)	8.962	9.951	Competenze ai dipendenti . . .	3.171	3.681
Imposte sul reddito e patrim.	2.618	2.677	Trasferimenti (2)	2.944	4.786
Altre	6.344	7.274	di cui a: aziende autonome . .	274	283
Vendita di beni e servizi	110	126	enti territoriali (2) . . .	596	800
Trasferimenti	174	206	organismi previdenz. . .	817	1.710
Redditi da capitale	105	230	Interessi	504	598
Altre entrate di parte corrente	25	21	Acquisto di beni e servizi . . .	857	1.070
Totale, parte corrente	9.376	10.534	Altre spese di parte corrente . .	529	650
Entrate in conto capitale (3)	85	62	Totale, parte corrente	8.005	10.785
Totale generale (3)	9.461	10.596	Spese in conto capitale (3) . . .	2.055	2.270
Avanzo parte corrente	1.371	- 251	di cui: investimenti diretti . .	237	319
Disavanzo c/capitale	-1.970	-2.208	trasferimenti	1.296	1.587
Disavanzo complessivo	- 599	-2.459	crediti e partecip. (3) . . .	522	364
Indebitamento netto (4)	- 136	-2.134	Totale generale (3)	10.060	13.055

(1) Cifre di consuntivo desunte dalle elaborazioni relative al bilancio dello Stato contenute nella Relazione generale. — (2) Al netto delle partite attinenti alle regolazioni contabili relative alle entrate tributarie della Regione Siciliana e di quella Sarda. — (3) Escluse le operazioni di indebitamento nonché quelle relative alla assegnazione, ed al successivo prelievo, di disponibilità presso la tesoreria. — (4) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (-).

provento delle dogane il cui andamento è influenzato da movimenti contabili con la tesoreria, si è accresciuto dell' 11,0 per cento; l' IGE, in particolare, è aumentata del 13,7.

L'indebitamento netto risultante dalla tavola 66 ora esaminata, la quale è costruita sulla base dei dati del conto del Tesoro (136 e 2.134 miliardi rispettivamente nel 1969 e 1970), differisce dall'analogo aggregato risultante dalle elaborazioni utilizzate per la contabilità nazionale e riportate nella Relazione generale sulla situazione economica del paese (966 e 1.304 miliardi); in particolare lo scarto è eguale ma di segno opposto tra i due anni. Tali differenze dipendono dal fatto che l'ISTAT ha attribuito:

a) al 1969 partite di incassi e pagamenti (rispettivamente per 340 e 1.260 miliardi circa), contabilizzate nel bilancio statale nel suppletivo di questo esercizio, nel tentativo di tenere conto delle operazioni effettuate dalla tesoreria, invece che dal bilancio, nel dicembre 1969; il risultato netto delle rettifiche sembra però eccedere l'ammontare delle erogazioni nette effettuate dalla tesoreria nel 1969, con la conseguenza quindi di sopravvalutare l'indebitamento nel 1969 (e di sottovalutarlo nel 1970) rispetto a quello effettivo, misurato dalla differenza tra i pagamenti e gli incassi a qualunque titolo effettuati durante l'anno solare 1969. Tale indebitamento effettivo può essere invece determinato rettificando il disavanzo della gestione di bilancio con il risultato netto delle operazioni minori di tesoreria le quali come è noto non trovano posto nei conti economici della contabilità

nazionale. Questo procedimento, seguito nel calcolo del fabbisogno complessivo del settore statale qui esaminato, non consente però la ricostruzione delle singole poste del bilancio statale come richiesto nella contabilità nazionale ma soltanto di conoscere il risultato netto complessivo;

b) al 1970 il trasferimento a favore del FEOGA contabilizzato dal bilancio nel 1969 (ed a questo anno attribuito, peraltro, negli stessi schemi della contabilità nazionale pubblicati lo scorso anno); ciò per concordare con le statistiche della bilancia dei pagamenti che hanno registrato tale operazione nel gennaio 1970, in quanto le relative disponibilità sono temporaneamente rimaste, alla fine del 1969, in un conto corrente presso la Banca d'Italia. In relazione a questa rettifica (che peraltro era già stata effettuata nella precedente Relazione della Banca per il calcolo della creazione di base monetaria tramite il Tesoro) nella determinazione del fabbisogno del settore statale è stata introdotta tra le operazioni minori di tesoreria, nonché tra i mezzi di finanziamento, una partita correttiva per diminuire il debito del Tesoro nei confronti della Banca d'Italia nel 1969 ed aumentarlo nel 1970.

La gestione dei residui dello Stato. — Nel 1970, in conseguenza degli sfasamenti tra gli impegni della gestione di competenza ed i pagamenti di quella di cassa, la consistenza dei residui passivi ha subito un ulteriore consistente aumento che può valutarsi in circa 950 miliardi (da 6.970 ad oltre 7.900). L'aumento di quelli attivi, a sua volta, può stimarsi in circa 350 miliardi (tavv. 67 e 68).

Tav. 67

BILANCIO STATALE: GESTIONI DI COMPETENZA, DI CASSA E DEI RESIDUI

(esercizi finanziari; miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970 (b)
<i>Gestione di competenza:</i>			
1. Entrate di bilancio	11.120	12.564	12.439
2. Spese di bilancio	11.840	13.933	14.255
3. Disavanzo (—) finanziario (1-2)	- 720	- 1.369	- 1.816
<i>Gestione di cassa:</i>			
4. Incassi di bilancio	10.944	12.741	12.073
5. Pagamenti di bilancio	11.111	12.692	13.314
6. Avanzo (+) o disavanzo complessivo (4-5)	- 167	49	- 1.241
<i>Gestione dei residui (a):</i>			
7. Residui attivi	1.930	1.785	2.150 (c)
8. Residui passivi	5.821	6.970	7.910 (c)
9. Saldo passivo (8-7)	3.891	5.185	5.760 (c)
10. Variazioni nel saldo passivo	466	1.294	
11. di cui: per effetto di operazioni di cassa (6-3)	553	1.418	575
per riaccertamenti ed eliminazioni (10-11)	- 87	- 124	

(a) Situazione a fine esercizio. — (b) Dati provvisori. — (c) Valutazione che non tiene conto delle eliminazioni e dei riaccertamenti verificatisi nel corso del 1970.

BILANCIO STATALE: ANALISI DEI RESIDUI PASSIVI (1)

(consistenze alla fine degli esercizi; miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970
<i>Spese correnti</i>			
Personale	228	337	379
Acquisto di beni e servizi	733	851	1.034
Ammortamenti	—	—	1
Trasferimenti	1.211	1.418	1.558
Interessi	62	49	58
Poste correttive e compensative delle entrate	185	301	292
Totale residui di parte corrente	2.419	2.956	3.322
di cui: di stanziamento	356	727	....
<i>Spese in conto capitale</i>			
Investimenti diretti	1.417	1.687	1.910
Trasferimenti	1.905	2.137	2.474
Partecipazioni azionarie e conferimenti	26	1	3
Crediti e anticipazioni per finalità produttive	28	136	104
Crediti e anticipazioni per altre finalità	7	10	6
Totale residui del conto capitale	3.383	3.971	4.497
di cui: di stanziamento	1.784	1.817	....
Totale residui di parte corrente e del conto capitale	5.802	6.927	7.819
di cui: di stanziamento	2.140	2.544	....
<i>Rimborso di prestiti</i>	19	43	91
<i>Totale generale</i>	5.821	6.970	7.910

(1) I dati del 1970 sono stati stimati sulla base dei risultati provvisori delle gestioni di competenza e di cassa e non tengono conto delle eliminazioni e dei riaccertamenti verificatisi nel corso dell'anno.

Queste valutazioni hanno carattere largamente orientativo in quanto, oltre che basarsi su dati provvisori per quanto concerne la gestione di competenza, non tengono conto delle operazioni di « riaccertamento ed eliminazione ».

Come già negli anni scorsi, la maggior parte dell'aumento dei residui passivi ha riguardato le spese del conto capitale e più precisamente i trasferimenti e gli investimenti diretti. Nella parte corrente si sono accresciute le partite relative all'acquisto di beni e servizi ed ai trasferimenti.

Le operazioni minori di tesoreria dello Stato. — La gestione di tesoreria ha realizzato, nel corso del 1970, un risultato positivo netto di circa 280 miliardi (tav. 69).

In particolare i « sospesi per spese di bilancio » hanno fatto registrare introiti netti per importi consistenti, che in gran parte rappre-

ANALISI DELLE PARTITE MINORI DELLA TESORERIA STATALE

(anni e trimestri solari; miliardi di lire; incassi +, pagamenti —)

Voci	1969		1970		1971 1° trim.
	1° trim.	Anno	1° trim.	Anno	
<i>Operazioni iscritte nella situazione del Tesoro (1)</i>					
« Sospesi di tesoreria » concernenti:					
Entrate di bilancio (2)	- 1	59	- 85	- 108	- 12
Spese di bilancio (3)	65	- 840	891	788	227
Totale	64	- 781	806	680	215
« Riafflussi in tesoreria » di erogazioni di bilancio, ed altri depositi netti:					
Conti correnti (4) (5)	- 63	132	245	- 122	23
Contabilità speciali (5)	6	- 4	51	29	186
Vaglia del Tesoro (6)	- 103	227	- 285	- 185	- 60
Altri	27	11	34	- 19	34
Totale	- 133	366	45	- 297	183
Totale « sospesi » e « riafflussi »	- 69	- 415	851	383	398
<i>Altri rapporti con la Banca d'Italia (7)</i>	- 12	- 63	- 90	- 113	- 74
<i>Portafoglio ammassi obbligatori non riscontato (8)</i>	1	16	5	13	- 46
<i>Totale partite minori di tesoreria</i>	- 80	- 462	766	283	278

(1) Escluse quelle relative ai conti correnti intestati alle aziende autonome, eccettuate le Poste, ed ai fondi contabili. — (2) C/c: ARAR, Ministero Affari Esteri e Tesoro, gestione prodotti statali industriali e alimentari, più la variazione netta dei certificati doganali e le contabilità speciali intestate alle ricevitorie doganali. — (3) Pagamenti da regolare e variazioni nei conti intrattenuti presso il Tesoro dall'amministrazione postale, al netto delle partite rettificative riguardanti i rapporti tra Tesoro e Cassa DD.PP. — (4) Escluso il c/c accesso a nome del Fondo acquisto BTP che trova posto tra gli « altri riafflussi ». — (5) Escluse le partite già considerate nei sospesi di tesoreria. — (6) Al netto delle partite contabili poste in essere nel dicembre 1969 in relazione al rinnovo degli speciali BOT a garanzia delle anticipazioni straordinarie della B.I. — (7) Conti della Banca d'Italia e dell'UIC con il Tesoro, da questo non contabilizzati e cioè: Servizi diversi per conto dello Stato, Creditori diversi per la parte afferente al Tesoro, finanziamenti in valuta dell'UIC al Tesoro e portafoglio ammassi riscontato; tenendo conto altresì della partita rettificativa relativa al FEOGA. — (8) Inclusi i finanziamenti in conto corrente.

sentano, come è già stato rilevato, la sistemazione contabile delle operazioni di segno contrario avutesi alla fine del 1969. Sempre da movimenti contabili dipende l'andamento dei « sospesi per entrate di bilancio », tra i quali, nel 1969, erano state accreditate disponibilità relative ai certificati doganali, che trovano riscontro negli incassi tributari relativi alle dogane.

Relativamente poi ai « riafflussi », i conti correnti mostrano operazioni consistenti e di segno opposto tra i due anni: si tratta, essenzialmente, di uno sfasamento temporale tra l'accreditamento effettuato dal bilancio nel conto corrente intestato all'INPS e l'utilizzo delle relative disponibilità.

Gli « altri rapporti con la Banca d'Italia », oltre a risentire dell'inserimento della partita rettificativa relativa al FEOGA di cui si è già parlato in precedenza, hanno registrato introiti in conto « servizi

diversi per conto dello Stato » in relazione al pagamento effettuato nel 1970 dal bilancio a favore della Banca d'Italia per il rimborso degli interessi pagati alle aziende di credito sulle riserve obbligatorie in contanti.

La gestione della Cassa depositi e prestiti. — Le operazioni relative al risparmio postale, che rappresenta il principale mezzo di provvista della Cassa DD.PP. ed il cui gettito già da alcuni anni mostrava flessioni, si sono concluse nel 1970 con un saldo negativo: se si esclude la capitalizzazione degli interessi, il credito dei risparmiatori nel suo complesso si è ridotto di oltre 20 miliardi in conseguenza di una notevole diminuzione nella consistenza dei buoni postali, solo in parte compensata dall'aumento delle disponibilità dei libretti (tav. 70).

TAV. 70

PRINCIPALI OPERAZIONI DELLA CASSA DEPOSITI E PRESTITI

(miliardi di lire)

Voci	1969	1970	1971 1° trim.
<i>Raccolta netta:</i>			
Risparmio postale (1)	321	167	196
Conti correnti postali (2)	54	74	- 63
Depositi e c/c con enti vari (3)	19	- 7	- 11
Totale . . .	<u>394</u>	<u>234</u>	<u>122</u>
<i>Impieghi netti:</i>			
Conti correnti con il Tesoro (4)	- 31	- 337	115
Titoli di stato (5)	- 18	- 19	- 8
Totale a favore del Tesoro	- 49	- 356	107
Mutui (6)	465	599	20
di cui a: enti territoriali (7)	403	442 (8)	...
aziende autonome statali	..	- 9	-
enti mutualistici (9)	-	84	- 84
Titoli non statali	- 22	- 9	- 5
Totale a favore di altri settori	<u>443</u>	<u>590</u>	<u>15</u>
Totale . . .	<u>394</u>	<u>234</u>	<u>122</u>

(1) Secondo le risultanze delle statistiche postali, inclusa cioè la capitalizzazione degli interessi. — (2) Al netto dei conti cosiddetti « di servizio ». — (3) Questi ultimi accolgono disponibilità relative specialmente ad aziende autonome. — (4) Per differenza tra la raccolta e le restanti voci degli impieghi. — (5) Incluse le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro. — (6) Al netto delle quote da somministrare e dei rimborsi. — (7) Stima. — (8) Compresi 5 miliardi erogati dalla Sezione autonoma per il credito a breve termine. — (9) Anticipazioni concesse a valere sul contributo straordinario dello Stato per l'esercizio 1971 disposto dalla legge n. 1034 del 1970.

I rimborsi netti dei buoni, iniziati nel mese di febbraio, in relazione presumibilmente al livello particolarmente elevato raggiunto dai tassi bancari, sono proseguiti, per importi più consistenti, sino al mese di ottobre; successivamente, specie nel primo trimestre del 1971, si sono avuti riafflussi molto rilevanti in

relazione specialmente con la recente flessione dei rendimenti dei depositi bancari, conseguente all'entrata in vigore del nuovo accordo tra le banche, che ha reso nuovamente competitivi i tassi dei buoni postali, peraltro aumentati nell'aprile 1970.

Gli impieghi in mutui della Cassa DD.PP., per contro, si sono accresciuti specie in conseguenza delle anticipazioni effettuate, a valere sulle disponibilità dei conti correnti postali, a favore degli enti mutualistici secondo il disposto dei già citati provvedimenti dell'autunno 1970 per la ripresa economica.

Le anticipazioni, aventi lo scopo di consentire agli enti mutualistici di godere immediatamente di una parte del maggiore gettito tributario destinato dalla legge alla copertura di disavanzi pregressi, sono state rimborsate nel marzo del corrente anno.

Tale andamento della raccolta e degli impieghi ha costretto la Cassa ad utilizzare, in misura molto più ampia dell'anno precedente, le disponibilità giacenti presso la tesoreria.

Recentemente il CICR ha autorizzato la Sezione per il credito comunale e provinciale della Cassa DD.PP. a concedere mutui in cartelle, per 550 miliardi, ai più importanti comuni i quali per il finanziamento del disavanzo sono stati costretti a ricorrere ad anticipazioni a breve termine da parte di aziende di credito; tali cartelle saranno adoperate dagli enti per ridurre i loro debiti verso le aziende che diverranno pertanto creditrici della Cassa DD.PP. Ciò implicherà un miglioramento nella situazione finanziaria delle aziende, per la sostituzione di questi titoli ai crediti difficilmente liquidabili verso i comuni; potrà anche derivarne una riduzione degli interessi pagati dagli enti.

La politica di debito pubblico dello Stato.

Non avendo potuto il Tesoro nel 1970, a causa delle condizioni del mercato finanziario, collocare rilevanti quantitativi di titoli presso le aziende di credito e gli altri investitori ed essendosi notevolmente decurtato il provento della raccolta postale, la maggior parte dei mezzi necessari al finanziamento del fabbisogno è stata fornita, come già nel 1969, dalla Banca d'Italia: sotto forma sia di sottoscrizioni di titoli sia di anticipazioni sul conto corrente di tesoreria provinciale, il cui saldo a debito del Tesoro alla fine dell'anno si è approssimato a 1.600 miliardi.

Per quanto concerne i BOT per investimenti liberi, solo una parte delle uniche due emissioni dell'anno effettuate nel primo trimestre ha trovato collocamento presso le aziende di credito scarsamente allettate dai tassi di rendimento offerti. Nella prima parte del 1971 invece, in presenza di una situazione di ampia liquidità delle aziende di credito, il Tesoro ha collocato nel loro portafoglio consistenti quantitativi di questi titoli.

In conseguenza della situazione del mercato obbligazionario, nel 1970, come già nell'anno precedente, il Tesoro non ha effettuato tutte le emissioni previste dai piani di spesa pluriennali: in particolare sono state rinviate le emissioni per il finanziamento dell'edilizia scolastica, degli investimenti per il Mezzogiorno, della maggior parte della quota annuale di spesa del Piano Verde, dell'importazione dei beni strumentali di tecnologia avanzata e degli interventi a favore dei territori depressi del centro-nord. L'emissione dell'edilizia scolastica è stata effettuata durante il mese di gennaio del corrente anno in conto competenza del 1970.

A loro volta le Ferrovie dello Stato per il finanziamento dei programmi di investimento hanno fatto ricorso all'estero sia tramite l'IMI (60 miliardi) sia attingendo direttamente al mercato internazionale (oltre 50 miliardi); quest'ultima operazione si è ripetuta, anche se per importi più contenuti, nei primi mesi del 1971.

TAV. 71

CONSISTENZA DELL'INDEBITAMENTO PUBBLICO (1)

(dati di fine periodo; miliardi di lire)

Voci	1968		1969		1970		1971, 1° trimestre	
	val. ass.	in %	val. ass.	in %	val. ass.	in %	val. ass.	in %
Titoli a medio e lungo termine, esclusa B.I.	6.355	36,3	6.713	35,0	6.740	30,0	7.006	30,1
Raccolta amministrazione postale	5.250	30,0	5.625	29,3	5.866	26,2	5.999	25,7
BOT, esclusa la Banca d'Italia	2.170	12,4	2.024	10,5	2.023	9,0	2.076	8,9
Debiti verso la Banca d'Italia	3.018	17,2	4.135	21,5	6.877	30,7	7.273	31,2
Altri debiti	712	4,1	700	3,7	922	4,1	959	4,1
Totale generale . . .	17.505	100,0	19.197	100,0	22.428	100,0	23.313	100,0

(1) Riferito al settore indicato nella tavola 65. Per il 1° trimestre 1971 alcune cifre sono stimate.

In conseguenza degli andamenti ora descritti, i debiti verso la Banca d'Italia sono risultati, alla fine del 1970, pari al 30,7 per cento (17,2 alla fine del 1968) della esposizione complessiva del settore statale la cui consistenza ha superato i 22.400 miliardi (tav. 71); sono invece notevolmente diminuite, nel corso del biennio, ma specialmente durante il 1970, l'importanza relativa dei titoli a medio e a lungo termine posseduti da aziende di credito e privati e quella della raccolta postale. Peraltro gli oneri connessi a tale elevato livello di indebitamento sono una delle principali determinanti della rigidità della spesa pubblica.

La gestione di cassa degli altri enti pubblici.

La gestione delle aziende autonome statali. — Nel 1970 il fabbisogno derivante dalla gestione di cassa delle aziende autonome ha raggiunto quasi 450 miliardi (335 nell'anno precedente). L'aumento ha tratto origine sia dall'incremento degli investimenti, solo in parte compensato da maggiori trasferimenti in conto capitale dello Stato, sia dall'espansione del disavanzo corrente (tav. 72).

TAV. 72

AZIENDE AUTONOME STATALI: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(competenza e residui; miliardi di lire)

Incassi			Pagamenti		
	1969	1970		1969	1970
Redditi patrimoniali	15	17	Competenze ai dipendenti . . .	1.060	1.148
Vendita di beni e servizi	1.213	1.251	Acquisto di beni e servizi . . .	444	470
Trasferimenti	299	312	Interessi	130	159
<i>di cui:</i> dallo Stato (2) . . .	274	283	Ammortamenti	167	171
Altre entrate	13	11	Altre spese	66	24
Totale, parte corrente . . .	1.540	1.591	Totale, parte corrente . . .	1.867	1.972
Entrate in conto capitale (3) .	421	478	Spese in conto capitale (3) . .	429	543
<i>di cui:</i> trasferim. dallo Stato	234	289	<i>di cui:</i> investimenti diretti .	378	512
Totale generale (3) . . .	1.961	2.069	Totale generale (3) . . .	2.296	2.515
<i>Disavanzo (-):</i>					
<i>di parte corrente</i>	- 327	- 381			
<i>del conto capitale</i>	- 8	- 65			
Totale (3) . . .	- 335	- 446			
<i>Indebitamento netto</i> (4) . . .	- 335	- 444			

(1) Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati del 1970 sono provvisori. — (2) Desunti dall'analisi dei trasferimenti iscritti nel bilancio dello Stato. — (3) Escluse le operazioni di indebitamento. — (4) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (-).

Incrementi rilevanti in termini percentuali hanno segnato i pagamenti per interessi, passati da 130 a 159 miliardi: essi traggono origine, per la maggior parte, dal bilancio delle FF.SS. operato dalla massa dei debiti contratti negli anni precedenti sia per il finanziamento dei piani di investimento sia per la copertura dei disavanzi di gestione. Gli oneri sopportati da questa azienda per interessi ed estinzione di debiti hanno raggiunto nel 1970 i 210 miliardi, importo pari ai due terzi del disavanzo di gestione del bilancio di previsione.

La consistenza dei residui passivi delle aziende autonome può valutarsi, alla fine del 1969, in circa 1.500 miliardi. Essa si riferisce per la maggior parte (quasi 1.000 miliardi) alle spese di conto capitale delle FF.SS. e dell'ANAS (tav. 73).

TAV. 73

AZIENDE AUTONOME STATALI: CONTO DEI RESIDUI

(consistenze al 31 dicembre 1969; miliardi di lire)

Per aziende	Per categorie di spese	Parte corrente	C/ capitale	Operazioni di prestito	Totale
<i>Attivi</i>					
ANAS	(1)	211	12	167	390
Ferrovie		10	11	678	699
Foreste		1	1	—	2
Monopoli		1	1	22	24
Poste	(2)	73	21	223	317
Telefoni		16	4	11	31
Totale . . .		312	50	1.101	1.463
<i>Passivi</i>					
ANAS		50	433	—	483
Ferrovie		44	541	9	594
Foreste		1	31	—	32
Monopoli		17	10	—	27
Poste	(2)	131	63	1	195
Telefoni		74	81	—	155
Totale . . .		317	1.159	10	1.486

(1) Per la maggior parte trovano riscontro in somme depositate in c/c presso la Cassa DD.PP. e corrispondenti a proventi, in attesa di definitivo impiego, di emissioni obbligazionarie effettuate tramite il Crediop. — (2) Escluse le partite riguardanti gli utili della Azienda telefoni, da versare al Tesoro.

La gestione degli enti territoriali. — Secondo le stime riportate nella Relazione generale sulla situazione economica del paese, il fabbisogno degli enti territoriali ha superato nel 1970, sulla base dei dati della gestione di competenza, i 1.600 miliardi, con un aumento quindi di circa 100 miliardi rispetto all'anno precedente, mentre se si fa riferimento alla gestione di cassa, esso appare essersi stabilizzato nei due esercizi ad un livello di poco inferiore ai 900 miliardi (tenendo conto delle rettifiche apportate quest'anno ai dati del 1969) (tav. 74).

Nella tavola 75 è riportata la consueta ricostruzione del fabbisogno di cassa del settore considerato, sulla base delle informazioni disponibili circa le emissioni obbligazionarie e gli impieghi dei principali finanziatori degli enti territoriali. Da essa risulta tra i due anni una decisa espansione dell'indebitamento la quale è riferibile specialmente ai maggiori impieghi effettuati dalle aziende di credito sulle quali, data la già rilevata carenza di fondi della Cassa DD.PP., è ricaduto l'onere del finanziamento dei disavanzi dei comuni e delle province.

ENTI TERRITORIALI: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(Regioni, province e comuni)

(competenza e residui; miliardi di lire)

Incassi			Pagamenti		
	1969	1970		1969	1970
Entrate tributarie	1.095	1.254	Consumi pubblici	1.638	1.854
Trasferimenti	978	1.194	di cui: retribuz. al personale	914	1.011
di cui: da enti pubblici . . .	819	1.028	Interessi	418	476
Redditi da capitale	184	231	Trasferimenti (2)	539	636
Totale, parte corrente . . .	2.257	2.679	Totale, parte corrente . . .	2.595	2.966
Entrate in conto capitale (3) .	172	187	Spese in conto capitale (3) . .	723	787
di cui: trasferimenti	76	79	di cui: investimenti diretti .	489	498
riscossioni di crediti . . .	61	69	crediti e partecipaz. . . .	152	161
Totale generale (3) . . .	2.429	2.866	Totale generale (3) . . .	3.318	3.753
Disavanzo (—):					
di parte corrente	- 338	- 287			
del conto capitale	- 551	- 600			
Totale (3)	- 889	- 887			
Indebitamento netto (4) . . .	- 798	- 795			

(1) Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati del 1970 sono provvisori. Le cifre relative alle operazioni creditizie sono stimate. — (2) Incluse imposte e tasse. — (3) Escluse le operazioni di indebitamento. — (4) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (—).

La pressione esercitata dai comuni e dalle province alla ricerca di finanziamenti è stata, specialmente negli ultimi anni, un grosso elemento di perturbazione per la politica creditizia: gli impieghi a loro favore

ENTI TERRITORIALI: RICORSO AI DEBITI INTERNI

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1969				1970			
	Regioni	Province	Comuni	Totale	Regioni	Province	Comuni	Totale
Tesoro . . . . .	....	....	....	4	....	....	....	5
Cassa DD.PP. (1)	—	43	360	403	—	52	390	442
Aziende di credito (2)	- 2	60	253	311	3	88	398	489
Istituti speciali di credito (2) . . .	- 1	29	82	110	..	11	67	78
Istituti di assicuraz. e di prev. (2)	....	....	....	43	....	....	....	56
Emissioni obbligazionarie	—	—	2	2	—	—	- 5	- 5
Totale . . . . .	....	....	....	873	....	....	....	1.065
(Depositi presso aziende di credito)	134	- 6	16	144	- 76	7	- 1	- 70

(1) Come da tavola 70. — (2) Variazione degli impieghi.

danno origine a forti immobilizzi e limitano la capacità operativa delle aziende di credito nei riguardi dell'apparato produttivo.

Inoltre, essendo questi disavanzi, nella maggior parte dei casi, originati da pagamenti assolutamente improrogabili per considerazioni di carattere sociale e politico, essi condizionano la politica monetaria in forme che esulano dai suoi compiti istituzionali.

Il livello raggiunto dall'indebitamento dei comuni e delle province nonché i problemi posti dal loro finanziamento non consentono ulteriori indugi nell'attuazione di una radicale riforma di tale settore della pubblica amministrazione. La riforma, tra l'altro, dovrebbe permettere di fissare ogni anno il limite massimo e la destinazione (spese correnti e di conto capitale) delle disponibilità finanziarie assegnabili alla finanza locale nel suo complesso. La differenza tra le spese, così determinate, e le entrate proprie che affluiranno agli enti locali potrebbe essere colmata con trasferimenti statali e, nel caso in cui la natura delle spese lo giustifichi, con autorizzazioni a fare ricorso all'indebitamento; queste ultime, peraltro, essendo state precedute da una ricognizione dei prevedibili flussi finanziari dell'economia, dovrebbero implicare la certezza della disponibilità di fondi presso i mutuant. Tale sistema evidentemente renderebbe necessario un più efficace controllo sulla gestione dei singoli enti locali per assicurare l'esecuzione dei programmi di spesa nel quadro del programma economico nazionale, alla cui determinazione gli stessi enti concorreranno secondo le procedure in corso di definizione.

Inoltre una organica riforma della finanza locale andrebbe preceduta da una sistemazione delle passività attualmente esistenti, cui è imputabile, per i connessi oneri di interesse ed ammortamento, buona parte dei disavanzi in cui gli enti locali annualmente incorrono.

La gestione degli enti previdenziali. — Le elaborazioni relative al settore previdenziale contenute nella Relazione generale sulla situazione economica del paese mettono in evidenza una riduzione dell'avanzo corrente (da 268 a 123 miliardi) in relazione specialmente alle minori somme trasferite agli istituti dallo Stato. L'eccedenza delle prestazioni rispetto ai contributi a carico della produzione è rimasta invece all'incirca immutata: infatti l'aumento del disavanzo degli enti mutualistici è stato compensato dal miglioramento delle gestioni previdenziali in senso stretto.

OPERAZIONI DEI PRINCIPALI ISTITUTI DI PREVIDENZA (1)

(miliardi di lire)

V o c i	1969	1970 (2)
<i>Operazioni di parte corrente</i>		
Contributi (3)	4.774	5.547
Prestazioni (—) (4)	-5.615	-6.402
Concorso dello Stato (5)	1.160	1.160
Rendite patrimoniali	132	154
Spese di amministrazione (—) (6)	- 254	- 276
Altre (7)	- 45	- 33
Totale	152	150
<i>Operazioni del conto capitale</i>		
Immobili	35	35
Titoli di stato (8) (9)	- 4	- 3
Altri titoli (8)	6	5
Mutui (10)	37	38
di cui: a enti territoriali	(16)	(28)
Totale, principali impieghi	74	75
Disponibilità presso la tesoreria statale (11)	17	- 4
Indebitamento col settore creditizio (—) (12)	- 54	53
Indebitamento con l'amministrazione postale (—) (13)	117	- 3
Altre (14)	- 2	29
Totale	152	150

(1) Sono presi in considerazione: l'Istituto nazionale della previdenza sociale (INPS), l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro le malattie (INAM), l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro (INAIL) e gli Istituti di previdenza amministrati dal Ministero del Tesoro. — (2) Dati provvisori e in parte stimati. — (3) Contributi a carico della produzione effettivamente corrisposti nell'anno, al netto delle somme riscosse per conto di altri enti. — (4) Erogazioni per prestazioni previdenziali ed assistenziali. — (5) Somme erogate, per la maggior parte all'INPS ed all'INAM, per contributi sia dell'anno in corso sia dei precedenti, ivi inclusa l'anticipazione concessa all'INAM dalla Cassa DD.PP. a valere sul contributo straordinario dello Stato per l'esercizio finanziario 1971 disposto dalla legge n. 1034 del 1970. — (6) Quali risultano dai bilanci degli enti; esclusi quindi gli oneri relativi al personale sanitario e compresi gli oneri previdenziali degli istituti considerati. — (7) Inclusive le contribuzioni varie. — (8) Valori di bilancio. — (9) Inclusive le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro. — (10) Al netto delle quote da erogare e delle somministrazioni dell'INPS e dell'INAIL a favore dell'INAM. Sono comprese le annualità statali scontate ed i prestiti contro cessione di stipendio. — (11) Quali risultano dai bilanci degli istituti considerati. — (12) Al netto delle variazioni dei depositi. — (13) Variazioni del debito dell'INPS nei confronti dell'amministrazione postale al netto dei movimenti dei c/c postali intestati agli istituti considerati. — (14) La voce comprende, oltre all'aumento dei mobili e delle attrezzature, il movimento degli altri crediti al netto degli altri debiti, sempre in termini di cassa, escluse cioè le partite aventi natura di residui (eccedenza di partite debitorie —).

Notizie sugli effettivi movimenti di cassa e un'analisi particolareggiata delle operazioni finanziarie possono desumersi dalla tavola 76 la quale però, come di consueto, considera soltanto i più importanti istituti del settore. Da essa risulta che il saldo positivo delle operazioni correnti non ha subito, nel 1970, variazioni significative. Ad uno sviluppo delle riscossioni per contributi del 16,2 per cento, conseguente all'incremento dei redditi da lavoro dipendente, ha fatto riscontro un

aumento del 14,0 per cento delle prestazioni, da mettere in relazione, oltre che al naturale accrescimento delle pensioni, alla notevole espansione delle erogazioni per l'assistenza di malattia.

Quest'anno, per la prima volta, è stato possibile effettuare un'analisi trimestrale delle prestazioni e dei contributi relativi ai principali enti considerati; tuttavia la mancanza di una serie sufficientemente ampia non consente un'esatta identificazione dei fenomeni che ne determinano l'andamento (tav. 77).

Tav. 77

ANDAMENTO TRIMESTRALE DEI CONTRIBUTI E DELLE PRESTAZIONI (1)

(miliardi di lire)

Voci	1969				1970			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Contributi a carico della produzione	1.280	1.120	1.220	1.150	1.440	1.260	1.420	1.430
Prestazioni previdenziali ed assistenziali	1.210	1.260	1.500	1.650	1.520	1.470	1.540	1.870
Netto . . .	70	- 140	- 280	- 500	- 80	- 210	- 120	- 440

(1) Relativi agli enti previdenziali considerati nella tavola precedente.

I contributi sembrano risentire, nel primo trimestre, dei maggiori incassi inerenti alla tredicesima mensilità pagata nel dicembre precedente nonché, nell'ultima parte dell'anno, della tendenza di alcune imprese a concentrare in questo periodo i pagamenti mensili. La flessione invece nel quarto trimestre del 1969 trova spiegazione nella riduzione del monte salari conseguente alle agitazioni sindacali di quel periodo.

Le prestazioni mostrano un sensibile aumento nell'ultimo trimestre a causa del pagamento della tredicesima mensilità di pensione e della particolare rilevanza, agli inizi della stagione invernale, delle prestazioni per l'assistenza di malattia. Nel 1969 l'elevato livello delle erogazioni del terzo trimestre è da riferire essenzialmente all'inizio del pagamento da parte dell'INPS degli oneri relativi ai miglioramenti pensionistici disposti dalla legge n. 153 del 30 aprile 1969 con decorrenza dal 1° gennaio dello stesso anno. Per quanto concerne l'INAM, i relativi pagamenti si accrescono generalmente in concomitanza con le erogazioni dei contributi straordinari da parte dello Stato.

Il contributo statale ha raggiunto nel 1970, se si include anche l'anticipazione concessa dalla Cassa DD.PP. all'INAM a valere sul contributo del 1971, un importo eguale a quello dell'anno precedente; infatti, con il D.L. n. 745 del 26 ottobre 1970, convertito nella legge n. 1034 del 18 dicembre 1970, lo Stato ha preso a suo carico parte dei disavanzi pregressi degli enti mutualistici ripetendo così l'analoga operazione disposta con la legge n. 1243 del 1967 i cui pagamenti si sono protratti sino al 1969.

Secondo la anzidetta legge del 1970 lo Stato, utilizzando le maggiori disponibilità derivanti dal contestuale aumento delle imposte indirette, ha assegnato agli enti mutualistici un contributo straordinario di 250 miliardi (140 per il 1970 e 110 per il 1971) ed ha proceduto alla costituzione di un fondo presso la tesoreria statale, le cui disponibilità (312 miliardi) sono destinate al finanziamento della riforma sanitaria.

La stessa norma legislativa ha stabilito inoltre che, per gli anni 1971 e 1972 e comunque non oltre l'entrata in vigore della riforma sanitaria, l'INPS corrisponda all'INAM, alle Casse mutue provinciali di malattia di Trento e di Bolzano ed alla Federazione nazionale delle Casse mutue per i coltivatori diretti una somma, a carico della Cassa unica per gli assegni familiari, pari complessivamente al 3 per cento delle retribuzioni assoggettate a contributo. A fronte di tale onere l'INPS beneficerà dei maggiori introiti (valutabili in oltre 200 miliardi per l'anno in corso) conseguenti alle modificazioni apportate alle aliquote ed ai massimali retributivi concernenti gli assegni familiari. Sono state altresì aumentate le entrate contributive di pertinenza dell'ENPAS, dell'ENPDEDP, dell'ENPALS, e gli sconti sugli acquisti di farmaci, di cui gli enti mutualistici godono.

Per quanto attiene al conto capitale, gli impieghi in immobili, titoli e mutui, effettuati essenzialmente dagli istituti di previdenza amministrati dal Tesoro, sono rimasti nel 1970 al livello dell'anno precedente.

Relativamente alle operazioni con il settore creditizio, l'aumento delle disponibilità bancarie dell'INPS è stato in parte compensato dai debiti che l'INAM ha dovuto contrarre malgrado i rilevanti contributi straordinari ricevuti dallo Stato.

I rapporti con le Poste, dopo i rimborsi effettuati dall'INPS nel 1969, non hanno registrato variazioni di rilievo.

Il conto consolidato di alcuni enti pubblici.

Il fabbisogno del settore pubblico (Stato, Cassa DD.PP, aziende autonome, enti locali ed istituti previdenziali), dopo la flessione segnata nel 1969 rispetto all'anno precedente, ha raggiunto nel 1970 un livello superiore di oltre 1.150 miliardi a quello del 1968 (tav. 78).

L'aumento rispetto al 1969 (quasi 1.800 miliardi) si è concentrato nel primo e, specialmente, nell'ultimo trimestre. Circa le ragioni di tale andamento vale quanto detto in precedenza a proposito del settore statale il cui indebitamento è pari ad oltre l'80 per cento di quello dell'intero settore pubblico.

La maggior parte del fabbisogno è stata coperta con finanziamenti a breve termine rappresentati essenzialmente dai crediti della Banca d'Italia al Tesoro e dagli impieghi delle aziende di credito nei confronti degli enti territoriali.

FINANZIAMENTO DEL FABBISOGNO DEL SETTORE PUBBLICO (1)

(operazioni di cassa; miliardi di lire)

Voci	1969	1970				
		Anno	trimestri			
			I	II	III	IV
Titoli a medio e lungo termine, esclusa B.I.	364	24	29	62	4	- 71
<i>di cui:</i> presso aziende di credito . . .	195	39	- 52	80	- 17	28
presso altri detentori	169	- 15	81	- 18	21	- 99
Raccolta dell'amministrazione postale . .	375	241	40	40	- 181	342
Ricorso ad istituti di credito (2)	165	669	82	378	3	206
Debiti verso la Banca d'Italia	1.116	2.741	1.060	- 126	742	1.066
Debiti esteri	- 2	47	- 1	- 4	- 1	52
Altri debiti (3)	55	119	65	20	16	19
TOTALE FABBISOGNO	2.073	3.841	1.275	370	583	1.614
<i>di cui: finanziamenti interni</i>						
a breve termine	1.513	3.391	1.102	272	470	1.548
a medio e lungo termine (4)	562	403	174	102	114	14
(INDEBITAMENTO NETTO) (5)	(1.451)	(3.337)	....	....	....	....

(1) Per la conoscenza dei criteri di costruzione della tavola e per il raccordo con le tavole del capitolo relativo al finanziamento dell'economia si rimanda alla apposita nota metodologica riportata nell'appendice statistica alla Relazione per l'anno 1968. — (2) Impieghi delle aziende di credito e degli istituti speciali verso le aziende autonome e gli enti territoriali e previdenziali, BOT presso le aziende di credito, portafoglio ammassi non riscantato e depositi in tesoreria di aziende di credito. — (3) Depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP., circolazione di stato, mutui degli istituti di assicurazione a favore di enti territoriali e BOT presso « altri detentori ». — (4) Titoli a medio e lungo termine sottoscritti da aziende di credito e da altri enti e privati, impieghi a lungo termine delle aziende di credito e degli istituti speciali verso aziende autonome, enti territoriali ed istituti previdenziali, depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP. e mutui degli istituti di assicurazione a favore degli enti territoriali. — (5) Variazione della situazione finanziaria, calcolata detraendo dal fabbisogno, esprime il ricorso a nuovi debiti, i crediti netti concessi dallo stesso settore pubblico.

L'espansione tra i due anni risulta poi ancora più ampia se invece del fabbisogno si considera l'indebitamento netto, e ciò in conseguenza delle minori concessioni di crediti effettuate dal settore nel 1970.

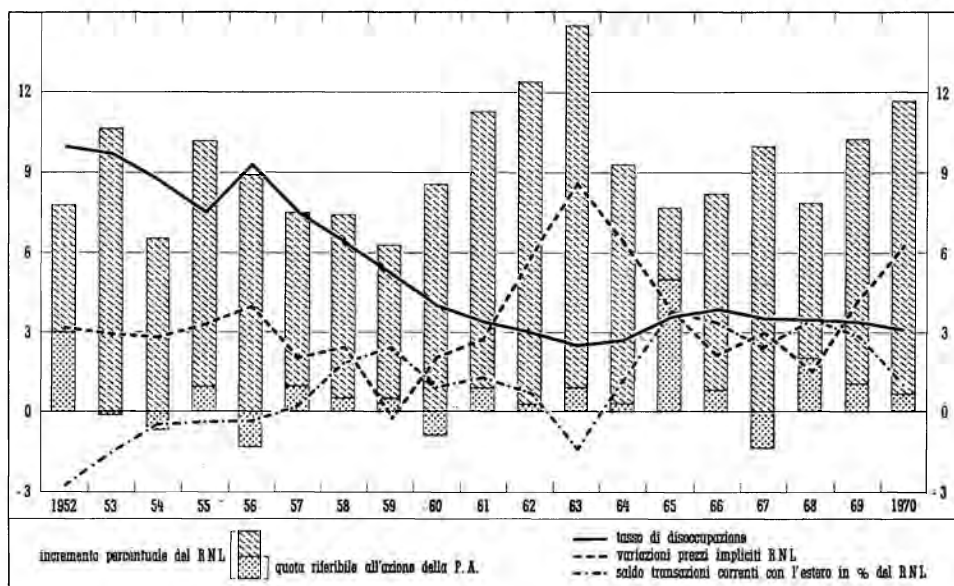
Per quanto riguarda la valutazione degli effetti di reddito riferibili all'azione della pubblica amministrazione, si è proceduto all'aggiornamento dell'analisi già effettuata nella precedente Relazione, cui si rimanda per la metodologia e per le considerazioni sull'andamento di lungo periodo.

E' qui il caso di rammentare che per questa analisi vengono adoperate, con alcune rettifiche, le variazioni delle poste del conto economico della pubblica amministrazione utilizzato nella contabilità nazionale. Si tratta pertanto di un aggregato diverso dal settore pubblico dianzi esaminato, in quanto, a differenza di quest'ultimo, non comprende le aziende autonome ed accoglie invece tutti gli « altri enti e gestioni dell'amministrazione centrale e locale ». Inoltre, nella costruzione del conto della pubblica amministrazione per la contabilità nazionale, come

già rilevato, i dati originari dei bilanci degli enti censiti sono stati rettificati nel tentativo di depurarli dagli effetti dello sciopero del personale statale della fine del 1969.

Nel 1970, in presenza di un elevato aumento dei prezzi, di una flessione del tasso di disoccupazione e di una decisa riduzione dell'avanzo corrente con l'estero, l'impulso fornito dall'azione della pubblica amministrazione allo sviluppo del reddito nazionale è stato molto contenuto ed inferiore a quello dell'anno precedente (fig. 37 e tav. a 56).

Fig. 37



Concorso della pubblica amministrazione all'aumento del reddito nazionale lordo

Come già rilevato in occasione dell'analisi delle componenti della domanda interna, gli impulsi espansivi impressi all'economia dalla pubblica amministrazione sono provenuti principalmente dai consumi pubblici il cui apporto, però, allo sviluppo del reddito nazionale è leggermente diminuito rispetto all'anno precedente; è invece aumentato quello degli investimenti diretti e dei trasferimenti di conto capitale alle imprese.

L'azione espansiva è stata in parte compensata dall'effetto restrittivo del prelievo tributario tramite le imposte indirette, riferibile solo in parte ai provvedimenti fiscali adottati nel 1970 e reso più accentuato dalla flessione segnata dai contributi pagati alle imprese.

L'azione del settore previdenziale, che era stata notevolmente espansiva nel 1969, in conseguenza sia del contenuto aumento dei contributi a carico della produzione, sia dell'incremento dei trattamenti pensionistici, è risultata pressoché neutrale nell'anno più recente:

l'aumento delle erogazioni è stato all'incirca eguale al maggior gettito dei contributi determinato dall'aumento della massa salariale.

Per quanto concerne più particolarmente i provvedimenti per la ripresa dell'economia dell'autunno 1970, una valutazione dei loro effetti complessivi non è agevole in quanto: *a)* relativamente alle spese, bisognerebbe conoscere quanta parte dei pagamenti effettuati per estinzione di debiti dalle mutue con i fondi ad esse trasferiti dal Tesoro (circa 220 miliardi) secondo il disposto della legge, possa essere fatta derivare effettivamente da quest'ultima; le mutue infatti, indebitandosi con le aziende di credito avrebbero comunque effettuato almeno una parte dei pagamenti; *b)* per quanto concerne le entrate, una buona parte delle disponibilità derivanti dall'aumento dell'imposta sulla benzina, anche se ha esplicato un'azione riduttiva sui consumi, non è stata acquisita in tesoreria data la dilazione di pagamento della quale godono le imprese petrolifere, ma ha rappresentato un mezzo di autofinanziamento di queste imprese con effetti quindi sulle loro spese e, o, sul loro indebitamento.

LA BANCA CENTRALE E LA REGOLAZIONE DELLA BASE MONETARIA

Nel corso del 1970 la Banca centrale e il Tesoro hanno creato base monetaria in misura nettamente più elevata degli anni precedenti (2.155 miliardi, contro 1.245 nel 1969 e 1.241 nel 1968 pari rispettivamente all' 11,7 per cento della consistenza iniziale nel 1970, contro il 7,0 nel 1969 e l' 8,3 nel 1968; tavv. 79 e a 59).

Poiché l'assorbimento da parte del pubblico e degli intermediari non bancari è stato nel complesso limitato (986 miliardi, contro 1.153 nell'anno precedente), la maggior creazione di base monetaria si è tradotta interamente in un forte incremento delle riserve bancarie (1.169 miliardi, contro 92 nel 1969).

Ne è risultato un aumento dei depositi pure sensibilmente più elevato di quello dell'anno precedente (5.561 miliardi, pari al 16,1 per cento, contro 3.665 miliardi e l' 11,9 per cento nel 1969) ma inferiore a quello possibile sulla base dell'ampia disponibilità di riserve. Da un lato, infatti, l'incremento di queste ultime si è concentrato nella seconda metà del 1970, cosicché non ne è stata possibile una piena attivazione nel corso dell'anno, anche per gli sfasamenti temporali esistenti tra aumento della liquidità ed espansione del credito; dall'altro, lo spostamento della raccolta verso i conti correnti ha elevato il coefficiente marginale di riserva obbligatoria ed abbassato il moltiplicatore del credito e dei depositi. L'espansione del credito (essenzialmente impieghi sull'interno ed investimenti in titoli) è risultata più contenuta di quella dei depositi, e di quella dell'anno precedente (3.629 miliardi, contro 3.960 nel 1969, pari rispettivamente all' 11,3 e al 14,1 per cento).

Il divergente andamento del credito e dei depositi è stato determinato dalla sostanziale modificazione dell'importanza relativa dei canali attraverso i quali la base monetaria è affluita al sistema. Il forte aumento dei finanziamenti al Tesoro (2.992 miliardi, contro 1.500 nel 1969) e il rovesciamento del saldo della bilancia dei pagamenti (attivo per 223 miliardi, contro un disavanzo di 870 nell'anno precedente) hanno infatti creato un divario tra la domanda di credito e quella di depositi, da parte dell'economia. Più in particolare il sistema economico, ricevendo fondi liquidi direttamente dall'espansione dell'attivo della Banca centrale, ha ridotto, a parità di domanda di moneta, il ricorso al credito del

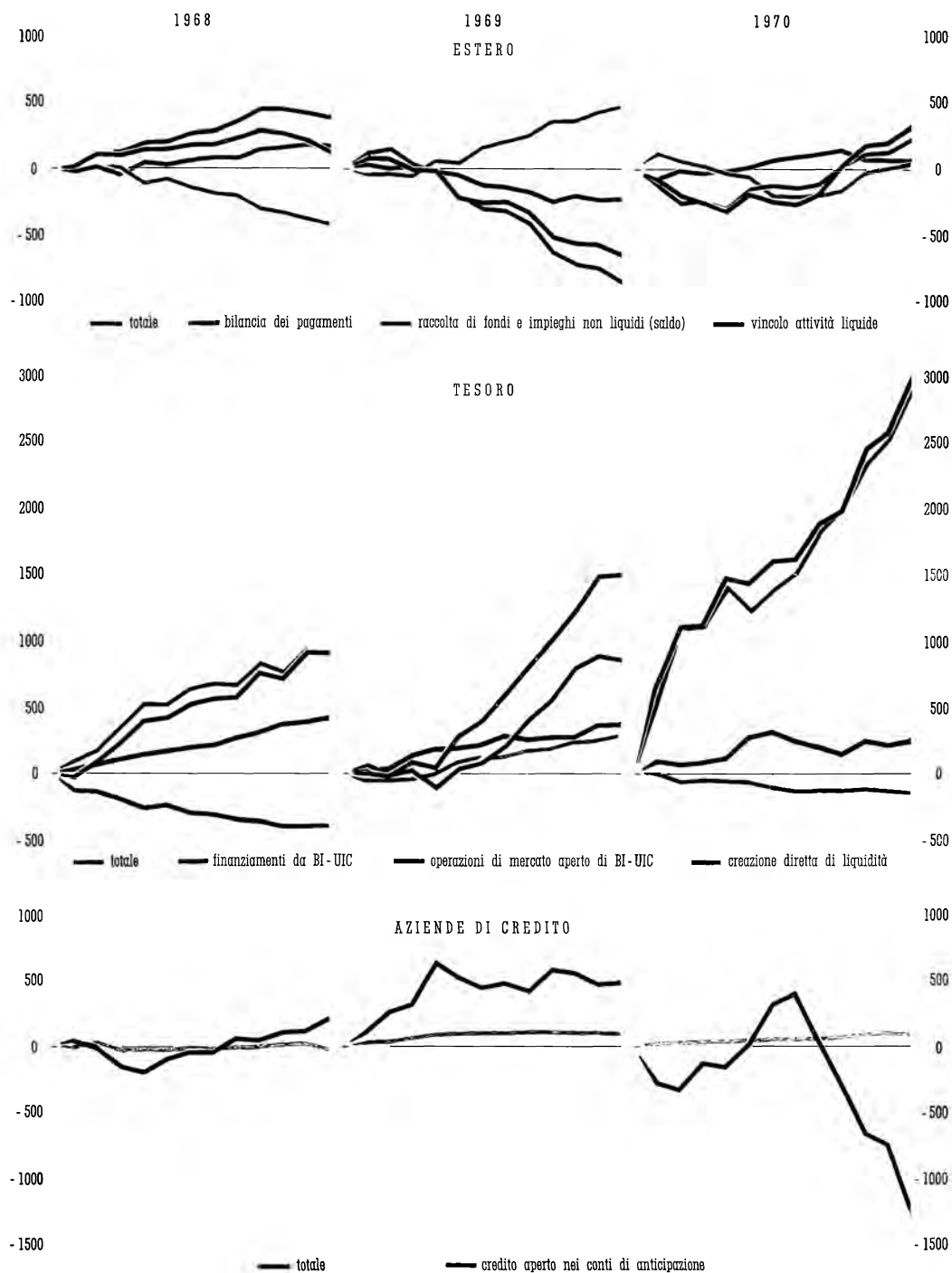
BASE MONETARIA
(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
CREAZIONE							
Estero	122,6	- 648,4	319,1	- 500,0	132,1	225,0	462,0
<i>fattori autonomi</i>	393,3	- 869,7	222,9	- 473,1	113,6	209,3	373,1
<i>interventi autorità monetarie</i>	- 270,7	221,3	96,2	- 26,9	18,5	15,7	88,9
Tesoro	921,8	1.500,3	2.992,2	1.006,3	96,1	515,9	1.373,9
(Tesoro: escluse operazioni di mercato aperto di BI-UIC)	(1.325,5)	(1.232,5)	(3.154,4)	(1.061,5)	(160,6)	(542,5)	(1.389,8)
<i>fattori autonomi</i>	2.021,5	1.692,2	3.230,5	1.148,8	172,8	538,9	1.370,0
<i>interventi autorità monetarie</i>	- 1.099,7	- 191,9	- 238,3	- 142,5	- 76,7	- 23,0	3,9
Aziende di credito	220,5	475,9	- 1.274,9	- 732,8	534,4	- 847,5	- 229,0
Altri settori (*)	- 23,7	- 82,5	118,1	- 23,2	- 194,1	78,4	257,0
Totale . . .	1.241,2	1.245,3	2.154,5	- 249,7	568,5	- 28,2	1.863,9
<i>fattori autonomi</i>	2.414,8	822,5	3.453,4	675,7	286,4	748,2	1.743,1
<i>interventi autorità monetarie</i>	- 1.173,6	422,8	- 1.298,9	- 925,4	282,1	- 776,4	120,8
UTILIZZO							
Pubblico e intermediari non bancari . . .	576,9	1.153,1	985,6	- 284,0	314,8	- 274,9	1.229,7
Pubblico	518,5	1.095,7	770,0	- 273,1	251,9	- 177,8	969,0
<i>circolante</i>	207,2	706,9	504,8	- 321,6	210,8	- 49,4	665,0
<i>BOT e dep. presso il Tesoro e BI (1)</i>	- 43,5	15,4	27,0	3,9	3,1	52,8	- 32,8
<i>disponibilità presso l'ammin. postale</i>	354,8	373,4	238,2	44,6	38,0	- 181,2	336,8
Istituti speciali di credito	58,4	57,4	215,6	- 10,9	62,9	- 97,1	260,7
Aziende di credito	664,3	92,2	1.168,9	34,3	253,7	246,7	634,2
Riserva obbl. e cauzione assegni (**)	402,9	415,5	782,1	182,2	153,4	76,0	370,5
<i>contante</i>	273,6	346,3	529,2	269,6	- 35,5	180,5	114,6
<i>BOT (2)</i>	109,3	69,2	- 16,6	- 87,4	188,9	- 104,5	- 13,6
« speciale » in titoli (3)	20,0	—	269,5	—	—	—	269,5
Liquidità	261,4	- 323,3	386,8	- 147,9	100,3	170,7	263,7
<i>cassa contante</i>	70,6	14,4	26,3	- 26,3	- 20,9	- 22,6	96,1
<i>depositi disponibili presso BI</i>	11,0	9,3	75,5	- 73,3	235,3	- 245,6	159,1
<i>marginale disponibile</i>	8,1	- 24,4	212,0	- 88,1	- 104,4	318,6	85,9
<i>BOT e altri crediti verso Tesoro (4)</i>	12,4	- 114,6	- 11,4	- 15,4	- 1,0	- 0,9	5,9
<i>valute convertibili</i>	159,3	- 208,0	84,4	55,2	- 8,7	121,2	- 83,3
(*) di cui: liberazione di riserva obbl. in base monetaria	—	—	259,5	—	—	—	259,5
(**) Altri titoli a lungo termine in riserva obbl.	461,2	397,0	513,3	156,8	29,2	88,4	238,9

(1) Compresi i vaglia cambiari della Banca d'Italia. Esclusi, a partire dal maggio 1969, i BOT. — (2) Esclusi, a partire dal maggio 1969, i BOT a cauzione assegni. — (3) Depositati in sostituzione di riserve in contante e BOT già costituite. — (4) I BOT sono esclusi a partire dal maggio 1969.

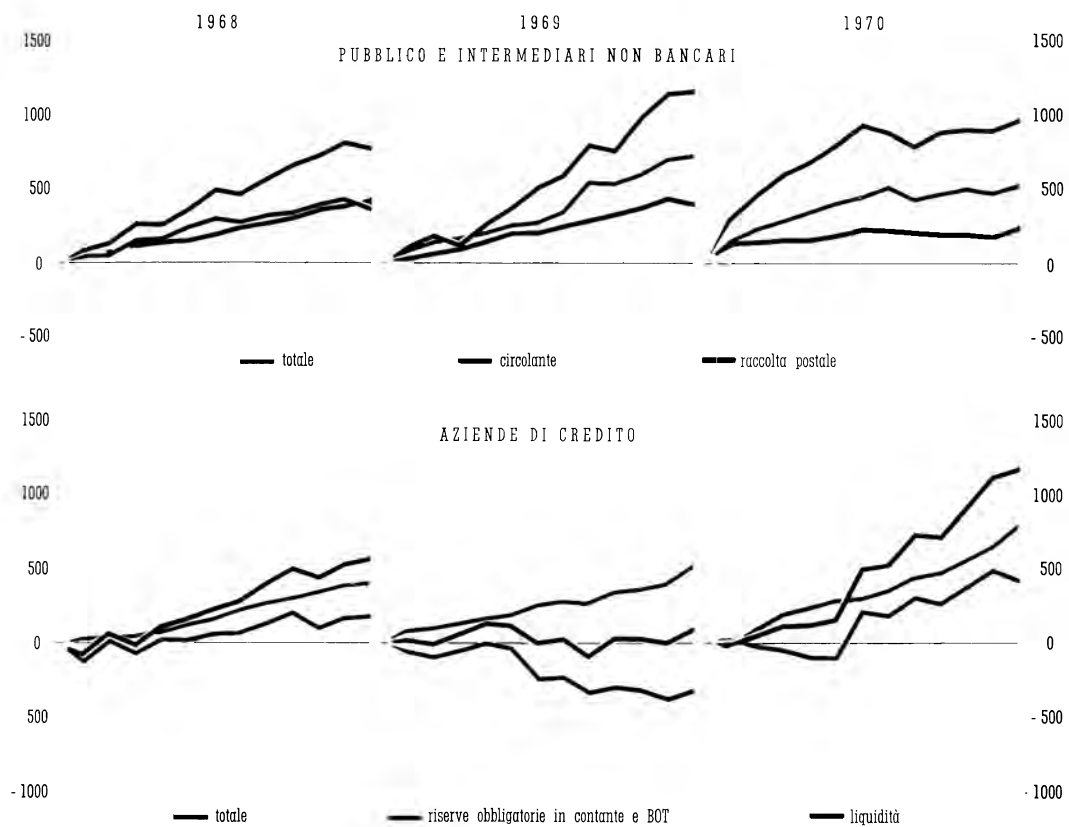
CREAZIONE DELLA BASE MONETARIA

(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati e corretti per i movimenti accidentali di fine 1967; miliardi di lire)

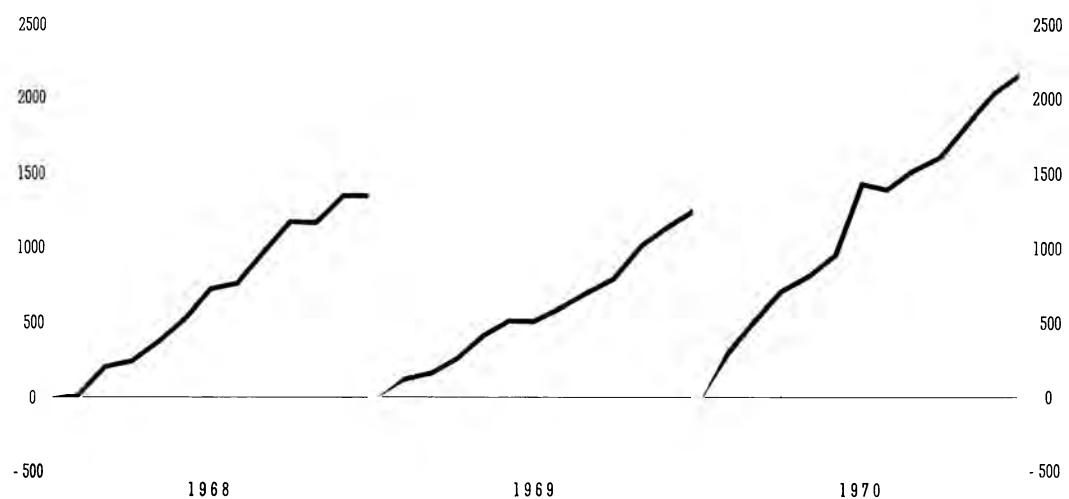


UTILIZZO DELLA BASE MONETARIA

(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati e corretti
per i movimenti accidentali di fine 1967; miliardi di lire)



TOTALE BASE MONETARIA



sistema bancario. D'altro canto l'abbondante creazione di base monetaria proveniente dal Tesoro e dall'estero ha anche condotto ad una riduzione dei finanziamenti della Banca centrale alle aziende di credito (1.275 miliardi, contro un aumento di 476 nell'anno precedente) cosicché, venendo meno tale fonte di provvista, a parità di riserve e di depositi, l'espansione del credito è stata più limitata.

Va tuttavia sottolineato che nell'ultima parte dell'anno la riduzione dei finanziamenti della Banca centrale alle aziende di credito è avvenuta ad iniziativa di queste ultime, dato l'andamento poco sostenuto della domanda di credito in relazione all'abbondante disponibilità di riserve provenienti da altre fonti.

A maggior chiarimento di quanto ora detto va ribadito che le diverse forme di creazione della base monetaria agiscono sul divario tra l'espansione dei depositi e dei crediti bancari, operando sia dal lato della domanda, sia da quello dell'offerta da parte del sistema bancario. Circa questo secondo aspetto è da rilevare che se l'espansione (massima potenziale) dei depositi, dato l'attuale regime di riserve a questi proporzionate, è indifferente alle forme di creazione di base monetaria, non lo è invece il volume del credito.

I finanziamenti al sistema bancario da parte della Banca centrale e quelli derivanti da un aumento della posizione passiva netta verso l'estero, oltre a costituire fonti di creazione di base monetaria, sono anche una provvista di fondi per il sistema creditizio ed hanno pertanto, a parità di depositi, un effetto addizionale sul credito. La sostituzione tra varie fonti di creazione di base monetaria, restando fermo il totale, non ha pertanto influenza sul volume delle attività liquide che possono crearsi su di esse e quindi sul totale dei finanziamenti in contropartita, ma influisce nella ripartizione di tali finanziamenti. Considerando gli utilizzatori « interni », una diminuzione della creazione di base monetaria attraverso i finanziamenti alle aziende di credito ed un aumento della creazione per finanziamenti al Tesoro implica necessariamente una riduzione dell'erogazione di fondi ai settori che dipendono dal credito bancario a vantaggio appunto dei crediti al Tesoro.

Come chiarito, tuttavia, l'aumento di finanziamenti al Tesoro e soprattutto all'estero, a parità di altre condizioni, tende a ridurre la domanda di credito bancario.

Un'analisi più dettagliata dell'andamento nel corso dell'anno rivela che la creazione complessiva di base monetaria si è generalmente mantenuta al disopra della linea tendenziale deducibile dalle previsioni indicate nella scorsa Relazione.

Si sono in particolare avute all'inizio dell'anno, in giugno e nell'ultimo trimestre delle forti accelerazioni (fig. 39) intervallate da periodi di stazionarietà, in aprile e maggio, per la necessità di contrastare l'accentuarsi del processo inflazionistico e l'esportazione di capitali e, nei mesi estivi, in connessione con il manifestarsi di una crisi valutaria in gran parte dipendente da motivi extraeconomici.

SITUAZIONE CONSOLIDATA BANCA D'ITALIA - UFFICIO ITALIANO DEI CAMBI

(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consi- stenze alla fine del 1970	1968	1969	1970				
				Anno	trimestri			
					I	II	III	IV
ATTIVO				(variazioni)				
Impieghi a favore dell'estero e oro (1)	4.109,6	- 48,2	- 291,8	466,0	40,3	- 231,2	- 19,2	676,1
Impieghi a favore del Tesoro	6.790,9	513,9	1.302,4	2.428,7	861,1	- 116,8	740,5	943,9
<i>conto corrente per il servizio di tesoreria</i>	1.591,6	120,8	- 286,7	1.591,6	481,7	- 20,9	861,5	269,3
<i>titoli (2)</i>	3.540,1	320,6	1.428,8	776,2	375,7	- 86,6	- 192,9	680,0
<i>altri crediti</i>	1.659,2	72,5	160,3	60,9	3,7	- 9,3	71,9	- 5,4
Impieghi a favore delle aziende di credito (3)	871,6	159,5	529,6	-1.486,9	- 644,7	638,8	-1.166,1	- 314,9
Impieghi a favore degli istituti spec. di credito	148,3	14,0	46,8	29,0	- 7,4	8,3	30,7	- 2,6
Altri conti	194,5	11,9	14,0	53,4	- 14,5	61,8	- 63,2	69,3
TOTALE . . .	12.114,9	651,1	1.601,0	1.490,2	234,8	360,9	- 477,3	1.371,8
PASSIVO								
Circolazione	6.645,0	255,5	710,6	524,8	- 346,5	193,2	- 79,2	757,3
<i>biglietti</i>	6.619,1	264,2	710,0	519,2	- 345,0	186,6	- 76,2	753,8
<i>vaglia</i>	25,9	- 8,7	0,6	5,6	- 1,5	6,6	- 3,0	3,5
Depositi degli istituti speciali di credito . . .	497,1	58,6	61,2	216,2	- 12,1	63,6	- 96,1	260,8
Depositi delle aziende di credito	3.512,7	284,6	355,6	604,7	196,3	199,8	- 65,1	273,7
<i>riserva obbligatoria e cauzione assegni in</i>								
<i>contante</i>	3.287,9	273,6	346,3	529,2	269,6	- 35,5	180,5	114,6
<i>altri conti</i>	224,8	11,0	9,3	75,5	- 73,3	235,3	- 245,6	159,1
Depositi e crediti del Tesoro	88,9	14,3	116,0	- 67,0	- 102,6	9,4	- 1,3	27,5
<i>conto corrente per il servizio di tesoreria</i>	—	—	112,7	- 112,7	- 112,7	—	—	—
<i>altri conti</i>	88,9	14,3	3,3	45,7	10,1	9,4	- 1,3	27,5
Depositi dell'estero	544,9	- 11,5	148,6	231,3	595,5	- 372,0	- 123,0	130,8
Altri conti	164,2	- 25,3	113,5	- 12,9	- 110,8	204,1	- 122,0	15,8
Patrimonio	662,1	74,9	95,5	- 6,9	15,0	62,8	9,4	- 94,1
TOTALE . . .	12.114,9	651,1	1.601,0	1.490,2	234,8	360,9	- 477,3	1.371,8

(1) Differisce dalla bilancia dei pagamenti per 282 milioni di azioni BRI comprese nelle attività della Banca d'Italia. — (2) Valori di bilancio al netto della svalutazione di fine anno. — (3) Differisce dalle tavole 79 e 85 in quanto non comprende il margine disponibile nei conti di anticipazione ordinaria e, fino ad aprile 1969, la detrazione dei BOT a garanzia di anticipazioni e proroghe.

Ha influito inoltre, in qualche misura, sull'andamento ora descritto, l'irregolarità con la quale si è formato il disavanzo del Tesoro, anche se a tale irregolarità si è sempre contrapposta un'azione in senso compensativo attraverso i finanziamenti al sistema bancario. In particolare nei primi due mesi dell'anno, l'eccezionale apporto di liquidità derivante dai finanziamenti al Tesoro (circa 1.100 miliardi; dati destagionalizzati, fig. 38), è stato in parte compensato con una riduzione (circa 350 miliardi) di quelli alle aziende di credito, stabilizzando in tal modo, per l'immediata incidenza sul credito bancario, anche il volume globale dei finanziamenti ad utilizzatori interni. Anche la bilancia dei pagamenti ha esercitato un effetto riduttivo (circa 300 miliardi) e il restante ammontare di base monetaria (circa 500 miliardi) è stato completamente assorbito dal pubblico e dalle riserve obbligatorie.

In presenza di tali andamenti, nei primi giorni di marzo, allo scopo di esercitare un controllo più efficace sui finanziamenti al sistema bancario, i tassi base per lo sconto e le anticipazioni sono stati aumentati di 1,50 punti percentuali, ferme restando le maggiorazioni introdotte nel corso dell'anno precedente.

A partire da marzo, tuttavia, i finanziamenti della Banca d'Italia al Tesoro hanno mostrato un rallentamento, cosicché, allo scopo di fornire riserve al sistema bancario e permettere una regolare espansione del credito, i finanziamenti alle aziende di credito, sia pure al maggiorato costo, sono stati incrementati, tra febbraio e maggio, di circa 350 miliardi (dati depurati della stagionalità). La bilancia dei pagamenti e il pubblico hanno però continuato ad assorbire base monetaria in misura considerevole per cui la liquidità bancaria è discesa, a fine maggio, al valore minimo di 776 miliardi, con un rapporto rispetto ai depositi del 2,2 per cento.

I finanziamenti della Banca centrale alle aziende di credito hanno continuato a crescere in giugno implicando un forte incremento della creazione complessiva di base monetaria (aumentata nel semestre di circa 1.400 miliardi) e delle riserve bancarie, ma il sopraggiungere della crisi valutaria ha di nuovo ridotto, già nelle prime settimane di luglio, in misura considerevole, la liquidità del sistema e consigliato l'adozione di una politica più prudente in materia di risconti ed anticipazioni. L'aumento di riserve in giugno ha comunque permesso un sensibile aumento, in luglio, degli impieghi la cui domanda può essere stata peraltro sollecitata dalla perdita di liquidità da parte del sistema economico derivante dal forte disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Dopo la diminuzione di luglio la base monetaria è tornata a crescere moderatamente in agosto e settembre e poi, da ottobre, più rapidamente. In particolare nell'ultimo trimestre, essa si è accresciuta di circa 550 miliardi (fig. 39) per effetto della ripresa dei finanziamenti al Tesoro, del favorevole andamento della componente estera (già manifestatosi in settembre), di una minore riduzione dei finanziamenti della Banca d'Italia alle aziende di credito e, infine, per la liberazione in novembre e dicembre di 260 miliardi di riserve obbligatorie in contante e BOT, in applicazione della delibera del CICR del 16 settembre 1970. Inoltre, a partire dall'estate, il rallentamento dell'attività economica e il minore incremento dei redditi da lavoro hanno condotto ad una stazionarietà della domanda di circolante da parte del pubblico; ne è derivato, dato anche il menzionato rallentamento della domanda di credito, un sensibile miglioramento delle possibilità di espansione non interamente riflessosi sulla liquidità bancaria a causa della prosecuzione dei rimborsi alla Banca d'Italia.

Ripristinato il normale livello d'indebitamento, la liquidità delle aziende di credito è aumentata in misura considerevole nel gennaio del 1971 (652 miliardi; dati non stagionalizzati) in conseguenza, oltre che del rientro della circolazione di fine anno, della continuata espansione dei finanziamenti al Tesoro e dell'apporto della bilancia dei pagamenti.

La liquidità bancaria ha così raggiunto, al gennaio 1971, il valore di 2.134 miliardi, pari al 5,4 per cento dei depositi, mantenendosi su tali livelli anche nei mesi successivi.

L'aumento di liquidità in atto da ottobre ha fatto subito risentire i suoi effetti su tutta la struttura dei tassi di interesse. I tassi bancari attivi, che a partire dal terzo trimestre del 1969 avevano mostrato continui aumenti, in relazione all'evoluzione delle riserve bancarie rispetto a quella della domanda di credito, nel quarto trimestre del 1970 hanno mostrato un andamento stazionario. La reazione dei tassi sui conti interbancari e di quelli sui depositi, anch'essi in sensibile aumento durante i primi tre quarti dell'anno, è stata più pronta; molto rapida è stata inoltre l'influenza sui rendimenti dei titoli a reddito fisso, ma su questi ultimi, sia nel senso dell'aumento sia della riduzione, hanno agito altre cause specifiche di quel settore.

L'espansione del volume del credito, date le condizioni di aumentata liquidità del sistema bancario, dipende ora solo da una ripresa della domanda, legata a sua volta al livello dell'attività produttiva e al flusso degli investimenti.

Rispetto alle ipotesi sulle quali erano state formulate le previsioni in materia di flussi finanziari, nel 1970 si è avuto un minore aumento sia del reddito (11,7 contro 14 per cento), sia degli investimenti (18,8 per cento, in luogo del 20 per cento), ambedue misurati a prezzi correnti. La bilancia dei pagamenti, per la quale era stato previsto un disavanzo di circa 300 miliardi, è risultata attiva per 223, per effetto del maggior ricorso a prestiti esteri (1.061 miliardi, rispetto ai 600 previsti); il disavanzo di cassa del Tesoro, Cassa DD.PP. e Aziende Autonome è stato invece più elevato di quello ipotizzato (3.231 miliardi, contro 2.600) in conseguenza, sia del mancato recupero della decurtazione subita, per eventi di carattere accidentale, dagli incassi tributari, sia degli effetti netti dei provvedimenti per la ripresa economica dell'autunno, sia infine del livello particolarmente elevato raggiunto dalle erogazioni nel dicembre.

I descritti andamenti della creazione e dell'utilizzo della base monetaria e quello del reddito e degli investimenti hanno influito sull'espansione degli impieghi bancari, risultata di circa 200 miliardi inferiore al previsto; poiché le emissioni di titoli sul mercato interno da parte di settori diversi da quello statale sono risultate uguali a quelle previste (1.500 miliardi), i finanziamenti complessivi a questi settori sono stati solo di poco inferiori a quelli a suo tempo indicati (4.829 miliardi in luogo di 5.000). La differenza è stata però più che compensata dal maggior ricorso ai prestiti emessi all'estero e dalla più elevata raccolta azionaria (1.011 miliardi, rispetto ai 600 previsti).

La domanda di base monetaria da parte del pubblico è risultata sensibilmente inferiore a quella prevista (986 miliardi in luogo di 1.200-1.300) per il rallentamento del reddito, soprattutto da lavoro, nella seconda metà dell'anno, e per il minore sviluppo della raccolta postale, dovuto all'aumento dei tassi offerti sui depositi bancari. Per la crisi che ha interessato, per buona parte dell'anno, il mercato finanziario, anche le sottoscrizioni di titoli a reddito fisso da parte del pubblico sono state piuttosto contenute (710 miliardi in luogo di 1.300). A fronte della minor domanda di titoli e di depositi postali si è avuto un maggior incremento dei depositi bancari (5.561 miliardi, contro una previsione di 4.600); di conseguenza la somma di base monetaria del pubblico, titoli a reddito fisso e depositi bancari è aumentata in misura molto simile a quella prevista (7.257 miliardi in luogo di 7.100-7.200). La difficoltà di reperire fondi sul mercato dei titoli ha pure consigliato un contenimento delle emissioni del Tesoro e per conto di esso, cosicché

le emissioni globali di titoli a reddito fisso, sul mercato interno, sono state di 2.280 miliardi in luogo di 3.500-3.600. La riduzione ha però riguardato, come detto, il settore pubblico, il cui fabbisogno, ampiamente superiore a quello ipotizzato, è stato soddisfatto prevalentemente con crediti della Banca centrale.

La creazione complessiva di base monetaria è pure risultata di circa 400 miliardi superiore a quella a suo tempo prevista e il ritmo di aumento, rispondendo alle forti tensioni dal lato della domanda, anche se questa non è stata completamente soddisfatta, si è mantenuto, anche nella prima metà dell'anno, al disopra di quello a suo tempo indicato. Gli effetti espansivi sulla quantità del credito sono stati tuttavia limitati per i motivi già più sopra chiariti.

L'attivo della Banca centrale e la creazione di base monetaria.

I rapporti con l'Esteri. — Le attività nette sull'estero della Banca centrale sono aumentate, nell'anno, di circa 235 miliardi (tav. 81), cioè di un importo pressoché uguale all'avanzo della bilancia dei pagamenti, in quanto la posizione attiva netta delle aziende di credito, non ha presentato variazioni di rilievo (diminuzione di 12 miliardi).

L'apporto di base monetaria del canale estero è stato però superiore (319 miliardi), dovendosi aggiungere, all'incremento delle attività sull'estero della Banca centrale, che misura l'effetto sulla sola liquidità in lire, quello della liquidità bancaria in valute convertibili (84 miliardi). Questa, invece, nel 1969 era diminuita e, insieme alla riduzione della posizione verso l'estero della Banca centrale (440 miliardi), aveva portato a una diminuzione di base monetaria per 648 miliardi.

La tendenza dei rapporti con l'estero ad assorbire base monetaria è continuata per gran parte del 1970, soprattutto fino ad aprile, in relazione all'andamento della bilancia dei pagamenti e con una interruzione in maggio per il ricavo di prestiti emessi all'estero per circa 300 miliardi; l'effetto espansivo di tali prestiti si è però avuto solo a fine giugno, essendo il relativo ricavo rimasto temporaneamente vincolato presso la Banca centrale.

Solo da settembre, con la definitiva inversione del saldo della bilancia dei pagamenti il settore estero ha esercitato un sensibile effetto espansivo (circa 500 miliardi negli ultimi 4 mesi; dati destagionalizzati).

Per quanto riguarda le operazioni delle aziende di credito, l'aumento delle valute convertibili comprese nella liquidità si è realizzato principalmente grazie alla riduzione della quota vincolata dalle autorità monetarie (fig. 38), avvenuta nonostante che la raccolta sia aumentata in misura superiore agli impieghi sull'estero in forma non liquida; infatti

Tav. 81

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: ESTERO

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
<i>Fattori autonomi: avanzo (+) e disavanzo (-) della bilancia dei pagamenti (1) . . .</i>	393,3	- 869,7	222,9	- 473,1	113,6	209,3	373,1
partite correnti	1.240,4	951,4	- 59,9	- 159,8	- 60,9	160,4	0,4
movimenti di capitali	- 843,9	-1.879,5	329,5	- 200,0	186,1	42,5	300,9
partite viaggianti, storni, arbitraggi	- 4,4	58,6	- 47,2	- 113,6	- 11,6	6,5	71,5
<i>Interventi autorità monetarie su posizione aziende di credito</i>	- 270,7	221,3	96,2	- 26,9	18,5	15,7	88,9
posizione netta (miglioramento -)	- 430,0	429,3	11,8	- 82,1	27,2	- 105,5	172,2
valute convertibili (aumento +)	159,3	- 208,0	84,4	55,2	- 8,7	121,2	- 83,3
<i>derivanti da:</i>							
impieghi non liquidi sull'estero (aumento -) . . .	- 975,2	-1.275,3	-1.770,3	313,1	- 164,4	- 483,3	-1.435,7
raccolta di fondi all'estero (aumento +)	547,2	1.729,3	1.810,5	- 440,9	231,9	329,7	1.689,8
vincolo attività liquide (aumento -)	157,3	- 232,7	56,0	100,9	- 49,0	169,3	- 165,2
<i>Effetto complessivo</i>	122,6	- 648,4	319,1	- 500,0	132,1	225,0	462,0
<i>di cui: in lire (posizione netta verso l'estero di BI-UIT)</i>	- 36,7	- 440,4	234,7	- 555,2	140,8	103,8	545,3

(1) Inclusi gli sfasamenti contabili tra le voci di situazione di BI-UIT riguardanti il settore e le risultanze della bilancia dei pagamenti.

dall'aprile 1970, in deroga all'obbligo del pareggio (che del resto ammette eccezioni a livello aziendale), le aziende di credito sono state autorizzate a detenere un saldo passivo verso l'estero pari all'incremento, rispetto a febbraio, di crediti concessi a esportatori residenti; la cennata liberazione di attività liquide in valute convertibili può collegarsi essenzialmente all'aumento di 75 miliardi di tali finanziamenti.

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: TESORO

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
<i>Fattori autonomi: disavanzo (+) o avanzo (-) di cassa</i>	2.021,5	1.692,2	3.230,5	1.148,8	172,8	538,9	1.370,0
<i>Interventi delle autorità mone- tarie (1)</i>	-1.099,7	- 191,9	- 238,3	- 142,5	- 76,7	- 23,0	3,9
Operazioni in titoli di stato	-1.072,7	- 230,3	- 32,6	- 75,9	- 60,9	26,7	77,5
debito pubblico (2)	- 669,0	- 498,1	129,6	- 20,7	3,6	53,3	93,4
BOT per investimenti li- beri (3)	—	85,2	99,4	24,3	36,0	38,8	0,3
BOT compresi in liqui- dità a fine aprile 1969	—	- 46,3	—	—	—	—	—
titoli a lungo termine .	- 669,0	- 537,0	30,2	- 45,0	- 32,4	14,5	93,1
mercato aperto di BI-UIC	- 403,7	267,8	- 162,2	- 55,2	- 64,5	- 26,6	- 15,9
BOT (3)	—	88,9	- 115,2	- 69,5	- 34,3	- 6,1	- 5,3
titoli a lungo termine (4)	- 403,7	178,9	- 47,0	14,3	- 30,2	- 20,5	- 10,6
Altre operazioni (5)	- 27,0	38,4	- 205,7	- 66,6	- 15,8	- 49,7	- 73,6
<i>Effetto complessivo</i>	921,8	1.500,3	2.992,2	1.006,3	96,1	515,9	1.373,9
<i>risultante da:</i>							
Creazione diretta di liquidità	422,0	383,4	249,8	- 54,4	221,9	- 225,8	308,1
raccolta postale	354,8	373,4	238,2	44,6	38,0	- 181,2	336,8
altre operazioni (6)	67,2	10,0	11,6	- 99,0	183,9	- 44,6	- 28,7
Finanziamenti da BI-UIC (7)	499,8	1.116,9	2.742,4	1.060,7	- 125,8	741,7	1.065,8
acquisti netti all'emis- sione:							
BOT e BF Cassa DD.PP.	125,0	158,9	- 221,8	76,5	- 197,4	- 100,9	—
titoli a lungo termine .	643,0	1.021,1	1.320,2	354	175,3	- 65,4	855,9
operazioni di mercato aperto (4)	- 403,7	267,8	- 162,2	- 55,2	- 64,5	- 26,6	- 15,9
conto corrente di tesoreria provinciale	120,8	- 399,4	1.704,3	594,4	- 20,9	861,5	269,3
altri finanziamenti (8) . .	14,7	68,5	101,9	90,6	- 18,3	73,1	- 43,5

(1) Il segno è riferito all'effetto esercitato sulla creazione di base monetaria; le vendite sul mercato della BI e le emissioni di titoli hanno cioè segno negativo. — (2) Emissioni al netto delle sottoscrizioni di BI-UIC. — (3) Dal maggio 1969. — (4) Esclusi i titoli ceduti e utilizzati in sostituzione di riserve in contante e BOT. — (5) Depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP., debiti esteri e impieghi netti di aziende e istituti di credito a favore delle Aziende Autonome. — (6) Compresi i titoli di cui alla nota (4). — (7) Il dato considerato per i titoli è al lordo della svalutazione degli stessi iscritta in bilancio al 31 dicembre 1969 e 1970. — (8) Compresi i titoli di cui alla nota (4) e, fino al 30 aprile 1969, le operazioni in BOT sul mercato. Al 31 dicembre 1969 non è stato considerato il trasferimento di 97,3 miliardi a favore della CEE (sez. FEOGA), effettivamente erogato solo nel gennaio 1970.

Il finanziamento del Tesoro. — La creazione di base monetaria per finanziamenti al Tesoro, pari a 2.992 miliardi, è stata solo di poco inferiore, come già nel 1969, al complessivo fabbisogno di cassa del settore (tav. 82). L'ampliamento della quota del fabbisogno coperta con creazione di liquidità (dal 46 per cento nel 1968 al 93 per cento nell'anno in esame) riflette non solo difficoltà obiettive di collocamento di titoli sul mercato, particolarmente accentuate nella prima metà del 1970, ma anche una deliberata azione di contenimento delle emissioni, perseguita dalle autorità monetarie nella seconda metà dell'anno, al fine di limitare le pressioni sul livello dei tassi e di favorirne, anzi, la riduzione. In particolare, la Banca d'Italia ed il Tesoro hanno collocato sul mercato titoli per un ammontare di 33 miliardi soltanto (230 nel 1969 e 1.073 nel 1968) risultante da vendite nette per 162 miliardi, concentrate nel primo semestre, e da rimborsi netti per 129, in massima parte avvenuti nella seconda parte dell'anno (tav. 82). Più rilevante degli anni precedenti, ma pur sempre molto limitato rispetto al totale (206 miliardi: « altre operazioni » della tavola 82), è stato l'apporto dei finanziamenti delle aziende di credito e degli istituti speciali alle aziende autonome (144 miliardi), dei prestiti esteri (47 miliardi) e dei depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP.

La creazione complessiva di base monetaria originata dal Tesoro è avvenuta per oltre il 90 per cento (74 per cento nel 1969) attraverso finanziamenti della Banca centrale (2.742 miliardi), essendosi ridotta la « creazione diretta di liquidità » da parte del settore, per effetto del più contenuto sviluppo della raccolta postale. La Banca ha finanziato il Tesoro essenzialmente con acquisti di titoli all'emissione (1.098 miliardi, 1.180 nel 1969) e attraverso il conto corrente di Tesoreria (1.704 miliardi), che nel 1969 era invece passato da un saldo debitore per il Tesoro ad uno a suo credito.

L'acquisto di titoli di nuova emissione si è concentrato in dicembre (785 miliardi) ed ha consentito di ridurre l'espansione delle altre forme di finanziamento e in particolare di contenere l'aumento dell'utilizzo del conto corrente di Tesoreria. La variazione complessiva del portafoglio titoli pubblici della BI-UIC (776 miliardi, incluso l'effetto delle svalutazioni di fine anno; tav. 84 e figg. 40, 41) è stata determinata da sottoscrizioni per 1.699 miliardi e acquisti sul mercato per 128 miliardi, da rimborsi per 601 miliardi e cessioni sul mercato per 300. I Buoni ordinari del Tesoro, sono diminuiti di 337 miliardi, principalmente per rimborsi netti. Particolare rilievo hanno assunto gli

FINANZIAMENTI DELLA BANCA D'ITALIA E DELL'UIC AL TESORO

(consistenze medie in miliardi di lire) (1)

Voci	Trimestri				Anno
	I	II	III	IV	
1969					
Cassa (2)	38,9	43,7	47,6	40,2	42,6
C/c per il servizio di tesoreria (3)	263,9	94,5	68,7	— 93,6	83,4
Servizi diversi per conto dello Stato . .	102,3	84,6	109,8	118,8	103,9
Anticipazioni straordinarie	339,0	339,0	339,0	339,0	339,0
Portafoglio ammassi	833,6	849,4	868,4	887,8	859,8
Titoli pubblici della BI-UIC	1.244,9	1.440,2	1.808,0	2.395,5	1.722,1
<i>in libera proprietà</i>	1.057,3	1.252,7	1.588,8	2.190,0	1.522,2
<i>impiegati nei fondi</i>	187,6	187,5	219,2	205,5	199,9
Finanziamento capitale BIRS	17,2	10,5	—	—	6,9
Altri conti UIC	140,5	145,5	176,2	171,4	158,4
<i>cessione di valuta estera</i>	47,4	54,9	86,2	80,7	67,3
<i>finanziamento scorte</i>	48,4	48,5	48,7	48,8	48,6
<i>altri conti in lire</i>	44,3	42,1	41,3	41,9	42,4
<i>conti in valuta estera</i>	0,4	—	—	—	0,1
Totale . . .	2.980,3	3.007,4	3.417,7	3.859,1	3.316,1
1970					
Cassa (2)	73,5	62,2	39,7	35,0	52,6
C/c per il servizio di tesoreria (3)	245,2	519,0	898,9	1.545,8	802,2
Servizi diversi per conto dello Stato . .	147,5	84,2	110,9	63,1	101,4
Anticipazioni straordinarie	339,0	339,0	339,0	339,0	339,0
Portafoglio ammassi	912,4	933,4	950,8	966,7	940,8
Titoli pubblici della BI-UIC	2.908,0	3.101,4	2.898,7	2.942,5	2.962,7
<i>in libera proprietà</i>	2.708,7	2.893,5	2.717,0	2.735,4	2.763,7
<i>impiegati nei fondi</i>	199,3	207,9	181,7	207,1	199,0
Altri conti UIC	202,1	226,5	211,9	203,6	211,0
<i>cessione di valuta estera</i>	111,4	137,5	129,1	115,7	123,4
<i>finanziamento scorte</i>	49,0	49,1	49,4	49,4	49,2
<i>altri conti in lire</i>	41,7	39,9	33,4	38,5	38,4
Totale . . .	4.827,7	5.265,7	5.449,9	6.095,7	5.409,7

(1) Calcolate su dati di fine decade per i finanziamenti della Banca d'Italia e su saldi di fine mese per i finanziamenti dell'UIC. — (2) La voce comprende: monete e biglietti di stato e titoli postali da riscuotere. — (3) Saldo netto.

**CONSISTENZE E MOVIMENTO DEI TITOLI PUBBLICI
DELLA BANCA D'ITALIA E DELL'UIIC**

(valori di bilancio in miliardi di lire)

Titoli	Consi- stenza iniziale	Aumento per		Diminuzione per		Rivalu- tazioni contabili e utili su cessioni	Consi- stenza finale
		sotto- scrizioni all'emis- sione	acquisti sul mercato	vendite sul mercato	rimborsi		
1969							
BOT (*)	79,8	305,6	149,5	51,2	146,7	—	337,0
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP. . .	175,0	175,0	—	—	175,0	—	175,0
BTP	201,0	79,3	123,8	15,6	11,2	— 9,7	367,6
Certificati del Tesoro:							
ordinari	246,9	—	—	9,8	104,9	0,1	132,3
speciali	76,1	20,4	—	—	10,0	—	86,5
Consolidati e redimibili:							
PES	272,4	277,7	17,8	90,0	10,2	— 4,2	463,5
altri	19,8	—	..	..	2,7	— 0,1	17,0
Obbligazioni:							
aziende autonome	48,6	187,6	21,0	106,7	0,2	— 0,4	149,9
per conto Tesoro	215,5	603,6	289,4	51,0	8,3	— 14,1	1.035,1
Totale . . .	1.335,1	1.649,2	601,5	324,3	469,2	— 28,4	2.763,9
1970							
BOT	337,0	98,8	9,4	124,6	320,6	—	—
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP. . .	175,0	175,0	—	—	175,0	—	175,0
BTP	367,6	62,5	60,0	6,3	18,3	— 18,7	446,8
Certificati del Tesoro:							
ordinari	132,3	314,1	—	—	16,5	— 1,5	428,4
speciali	86,5	235,2	—	—	28,0	—	293,7
Consolidati e redimibili:							
PES	463,5	—	4,7	6,5	21,9	— 47,9	391,9
altri	17,0	0,1	..	0,1	..	— 0,7	16,3
Obbligazioni:							
aziende autonome	149,9	136,5	5,4	20,0	5,0	— 2,5	269,3
per conto Tesoro	1.035,1	677,1	48,5	142,7	15,6	— 83,7	1.518,7
Totale . . .	2.763,9	1.699,3	128,0	300,2	600,9	—150,0	3.540,1
(*) Da gennaio ad aprile (vecchia disciplina)			37,6	28,2			
da maggio a dicembre (nuova disciplina)			111,9	23,0			

acquisti di certificati ordinari e speciali (rispettivamente 314 e 235 miliardi), questi ultimi emessi, per la quasi totalità, al fine di consolidare il debito del Tesoro per interessi sulle riserve obbligatorie in contante delle aziende di credito; presentano invece valori simili a quelli dell'anno precedente gli acquisti di obbligazioni di Aziende autonome e per conto del Tesoro.

Circa le operazioni di mercato aperto, una loro valutazione non può essere disgiunta dall'esame dell'andamento delle operazioni di debito

FIG. 40

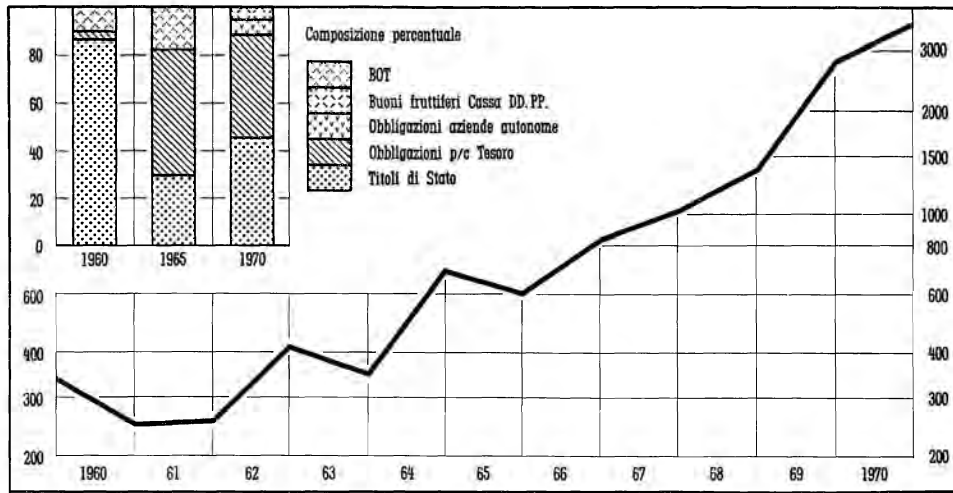
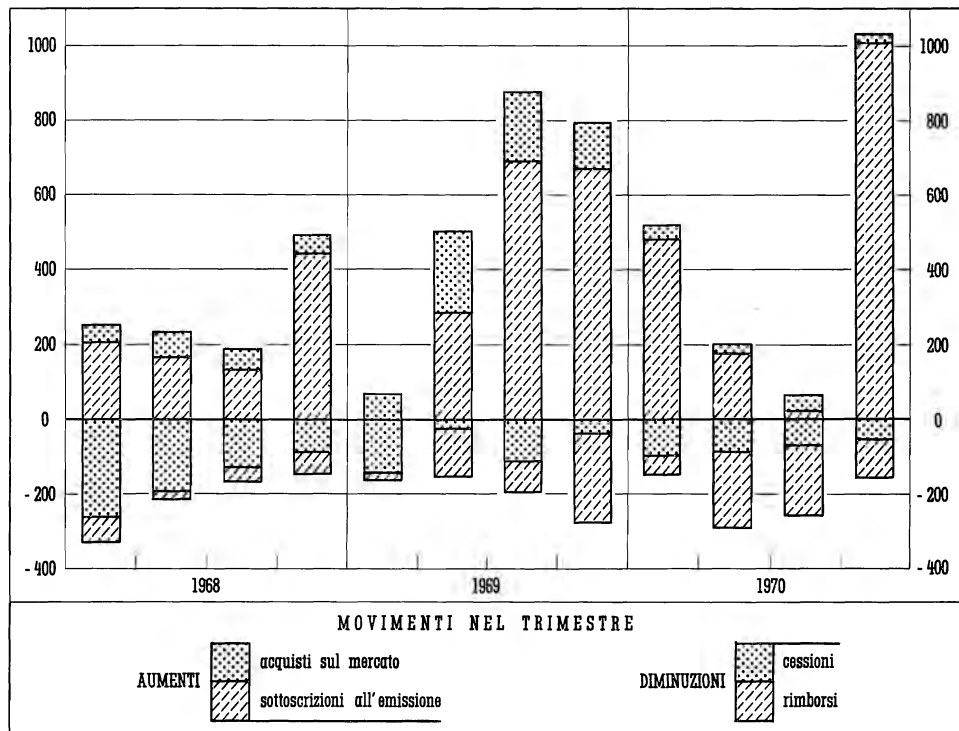


FIG. 41



pubblico (vendite nette di titoli di nuova emissione sul mercato), poiché essenzialmente in relazione all'andamento di queste ultime la Banca regola i propri interventi sul mercato dei titoli, nel quadro della creazione

complessiva della base monetaria e dell'esigenza di assicurare un ordinato funzionamento del mercato finanziario. Le vendite della Banca centrale sono state concentrate nel primo semestre (120 miliardi su 162); nel secondo semestre, durante il quale le operazioni di debito pubblico, contrariamente a quanto avvenuto nel primo, hanno agito in senso espansivo (rimborsi netti per 147 miliardi), la Banca ha contenuto sensibilmente le vendite sul mercato (42 miliardi) compensando così solo in parte, in armonia con i mutati indirizzi della politica monetaria, l'effetto sulla base monetaria delle operazioni di debito pubblico (tav. 82).

Un'elevata incidenza sul totale delle operazioni di mercato aperto hanno avuto gli acquisti e le vendite di Buoni ordinari del Tesoro per investimenti liberi (rispettivamente 9 e 124 miliardi) (tav. 84). Tuttavia l'esiguo ammontare di tali titoli in circolazione (449 miliardi a fine 1969 e 127 miliardi a fine 1970) ha limitato ancora la possibilità di operare efficacemente su di essi a fini di regolazione della base monetaria.

Nel 1970, le condizioni di liquidità del mercato non hanno consentito di ampliare il volume dei BOT in circolazione; infatti, a fronte di una offerta di BOT per investimenti liberi per 200 miliardi (al tasso anticipato del 6,50 per cento) le aziende di credito ne hanno sottoscritti solo 28 e il residuo è stato in parte (99 miliardi) acquistato dalla Banca d'Italia e in parte (73 miliardi) non collocato.

Uno sviluppo di quel mercato, come già sottolineato nel corso delle precedenti Relazioni, oltre a fornire un pronto indicatore della situazione di liquidità del mercato monetario, può creare le condizioni necessarie affinché possano concentrarsi, almeno temporaneamente, sul breve termine le inevitabili oscillazioni dei tassi di interesse derivanti dal controllo del credito attraverso la regolazione di base monetaria.

L'aumento di liquidità nella prima parte del 1971 ha permesso in marzo una emissione di 200 miliardi di BOT, interamente assorbita dal mercato con una maggiorazione di 50 centesimi sul prezzo base dell'asta (94 lire per un valore nominale di 100), vale a dire al tasso anticipato del 5,50 per cento. Una nuova emissione di BOT per investimenti liberi effettuata in maggio è stata interamente collocata nel corso del mese presso le aziende di credito con una maggiorazione di 50 centesimi sul prezzo base di emissione di 94,25 lire.

I finanziamenti alle aziende di credito. — Per gran parte dell'anno il volume di credito della Banca centrale al sistema bancario è variato soprattutto in funzione della necessità di compensare, in parte, l'effetto

delle forti oscillazioni dei finanziamenti al Tesoro sul credito e sulle riserve bancarie. Più in particolare, come già accennato, ciò ha comportato una forte contrazione (circa 350 miliardi; dati destagionalizzati) nei primi due mesi, alla quale ha fatto seguito un incremento di quasi uguale importo nel trimestre successivo. Dopo un ulteriore rapido aumento in giugno, i finanziamenti alle aziende di credito si sono dapprima rallentati e poi ridotti, per l'atteggiamento di maggiore prudenza a cui le autorità monetarie sono state indotte nell'estate dal manifestarsi di forti pressioni sul valore esterno della lira; infine, dall'inizio dell'autunno, sono ancora fortemente diminuiti per iniziativa delle stesse aziende di credito. In definitiva, tra luglio, mese in cui i finanziamenti della Banca centrale hanno raggiunto il livello massimo del 1970, e dicembre, il sistema bancario ha effettuato rimborsi netti per circa 1.600 miliardi (fig. 38).

L'andamento del totale dei finanziamenti riflette essenzialmente quello del risconto del portafoglio ordinario e delle anticipazioni a scadenza fissa (tav. 85). La linea di credito per le anticipazioni ordinarie

TAV. 85

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: AZIENDE DI CREDITO
(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
Finanziamenti da BI-UIC . . .	220,5	475,9	-1.274,9	- 732,8	534,4	- 847,5	- 229,0
credito aperto	- 38,3	87,8	77,3	24,4	- 2,5	22,1	33,3
anticipazioni a scadenza fissa e prorogati pagamenti . . .	170,4	180,1	- 672,0	- 332,4	514,3	- 901,3	47,4
risconto ordinario	35,8	237,3	- 680,2	- 424,9	22,7	31,7	- 309,7
altre operazioni minori . . .	- 0,3	—	—	0,1	- 0,1	—	—
BOT a garanzia anticip. e proroghe (aumento -) (1)	52,9	- 29,3	—	—	—	—	—

(1) Fino al 30 aprile 1969.

ha mostrato, infatti, un contenuto incremento (77 miliardi), ripartito abbastanza regolarmente nel corso dei vari trimestri, ma la percentuale di utilizzo è variata però sensibilmente nel corso dell'anno in armonia col totale dei finanziamenti (tav. 86); essa ha presentato in particolare un aumento nel secondo trimestre e si è poi progressivamente ridotta fino a portarsi, nel quarto, ad un livello (47 per cento) inferiore di 9 punti alla media, confermando la forte domanda di credito nel secondo trimestre e il suo indebolimento nei trimestri successivi.

FINANZIAMENTI DELLA BANCA D'ITALIA E DELL'UIC AL SISTEMA CREDITIZIO
(consistenze medie in miliardi di lire) (1)

Voci	Trimestri				Anno
	I	II	III	IV	
1969					
AZIENDE DI CREDITO	1.361,5	1.484,5	1.510,4	1.576,4	1.483,2
Operazioni della Banca d'Italia	1.361,3	1.484,3	1.510,3	1.576,3	1.483,1
Anticipazioni in conto corrente . . .	700,7	726,6	751,0	788,5	741,7
Titoli depositati	1.660,7	1.697,4	1.718,4	1.737,8	1.703,5
Credito aperto	1.279,9	1.309,5	1.325,0	1.340,1	1.313,6
Utilizzo in %	54,7	55,5	56,7	58,8	56,5
Anticipazioni a scadenza fissa e pro- rogati pagamenti	270,6	399,5	315,2	400,5	346,5
Titoli depositati	340,7	507,0	405,6	527,4	445,2
Risconto ordinario	390,0	358,2	444,1	387,3	394,9
Operazioni dell'UIC	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
ISTITUTI SPECIALI DI CREDITO	45,3	44,1	46,6	57,6	48,4
Operazioni della Banca d'Italia	8,0	6,7	9,2	20,2	11,0
Operazioni dell'UIC	37,3	37,4	37,4	37,4	37,4
TOTALE FINANZIAMENTI . . .	1.406,8	1.528,6	1.557,0	1.634,0	1.531,6
1970					
AZIENDE DI CREDITO	1.474,4	1.585,8	1.657,3	783,8	1.375,3
Operazioni della Banca d'Italia	1.474,3	1.585,7	1.657,2	783,7	1.375,2
Anticipazioni in conto corrente . . .	769,3	862,9	803,0	665,7	775,2
Titoli depositati	1.767,0	1.813,0	1.883,2	1.948,8	1.853,0
Credito aperto	1.360,0	1.373,2	1.382,2	1.420,1	1.383,9
Utilizzo in %	56,6	62,8	58,1	46,9	56,0
Anticipazioni a scadenza fissa e pro- rogati pagamenti	213,9	483,6	445,7	11,2	288,6
Titoli depositati	300,1	703,4	680,3	17,0	425,2
Risconto ordinario	491,1	239,2	408,5	106,8	311,4
Operazioni dell'UIC	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
ISTITUTI SPECIALI DI CREDITO	70,7	66,6	64,9	64,8	66,8
Operazioni della Banca d'Italia	33,3	29,1	27,5	27,4	29,4
Operazioni dell'UIC	37,4	37,5	37,4	37,4	37,4
TOTALE FINANZIAMENTI . . .	1.545,1	1.652,4	1.722,2	848,6	1.442,1

(1) Calcolate su dati di fine decade per i finanziamenti della Banca d'Italia e su saldi di fine mese per i finanziamenti dell'UIC.

La diminuzione dei finanziamenti della Banca centrale nel quarto trimestre, molto elevata se si tiene conto del normale andamento stagionale, è da porre in relazione anche alla liberazione di 260 miliardi di riserve obbligatorie precostituite e al forte apporto di liquidità del Tesoro e dell'estero, più che sufficiente a coprire il pur elevato assorbimento stagionale da parte del pubblico e delle riserve obbligatorie.

Infine, una certa influenza sull'andamento dei finanziamenti della Banca centrale alle aziende di credito può avere esercitato l'aumentato costo di essi. Questo è comunque restato sempre nettamente inferiore al livello dei tassi attivi; con tale aumento si è inteso soprattutto evitare la formazione di un margine troppo ampio rispetto ai tassi di mercato che avrebbe potuto determinare distorsioni nell'uso dei fondi ottenuti dalla Banca centrale e difficoltà nel regolarne il flusso. Nei primi mesi del 1971, in linea con la tendenza alla diminuzione dell'intera struttura dei tassi, dapprima il tasso sulle anticipazioni in gennaio, poi quello di sconto in aprile, sono stati ridotti di mezzo punto. Rispetto all'autunno precedente, il costo dei finanziamenti presso la Banca d'Italia risulta però, attualmente, inferiore di quasi due punti percentuali poiché, dato il ridotto volume dei finanziamenti stessi, non sono applicate le note maggiorazioni al tasso base introdotte nel 1969.

Il passivo della Banca centrale e gli usi della base monetaria.

Circolazione dei biglietti e altre forme di base monetaria del pubblico. — A fine 1970 il passivo della Banca d'Italia e dell'UIC era costituito per oltre la metà (6.645 miliardi) da biglietti e vaglia cambiari in circolazione, per 3.513 miliardi da depositi, disponibili e per riserva obbligatoria, delle aziende di credito e, per quasi 500 miliardi, da depositi degli istituti speciali; il resto era formato da depositi dell'estero (545 miliardi), patrimonio (662 miliardi) ed altre voci minori (tav. 80).

La circolazione dei biglietti si è accresciuta, nel corso del 1970, di 519 miliardi e dell'8,5 per cento (contro 710 miliardi, pari ad un incremento del 13,2 per cento nel 1969). Il circolante nelle mani del pubblico (circolazione di Banca e di Stato, al netto della quota trattenuta dalle aziende di credito) ha pure registrato un incremento inferiore a quello del 1969 (505 miliardi, contro 707; tav. 79).

Si è già riferito nelle precedenti Relazioni circa la stabilità del legame empirico esistente tra la circolazione, e in particolare tra il circolante

trattenuto dal pubblico, e il reddito nazionale, soprattutto per quella quota che è costituita da remunerazione del lavoro dipendente.

Questa correlazione va interpretata nel senso di una dipendenza del circolante dal reddito e non viceversa. Il pubblico tende infatti sempre ad aggiustare la propria domanda di circolante con versamenti e prelevamenti sui depositi bancari e postali: le eccedenze e le deficienze della circolazione effettiva rispetto al livello desiderato influenzano così i conti del Tesoro e delle aziende di credito presso la Banca d'Italia e, nella misura in cui si riflettono sul conto di anticipazione ordinaria o sui depositi disponibili delle aziende di credito, determinano variazioni nella liquidità bancaria.

L'oscillazione del rapporto tra circolazione (media di dati giornalieri destagionalizzati) e reddito nazionale lordo (valore cumulato dei quattro trimestri terminanti con quello a cui si riferisce il rapporto) è stata contenuta, negli ultimi tre anni, tra un minimo del 9,53 per cento ed un massimo del 9,87 (tav. 87); l'andamento del rapporto tra

TAV. 87

ANDAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE DEI BIGLIETTI
IN RELAZIONE AL REDDITO NAZIONALE

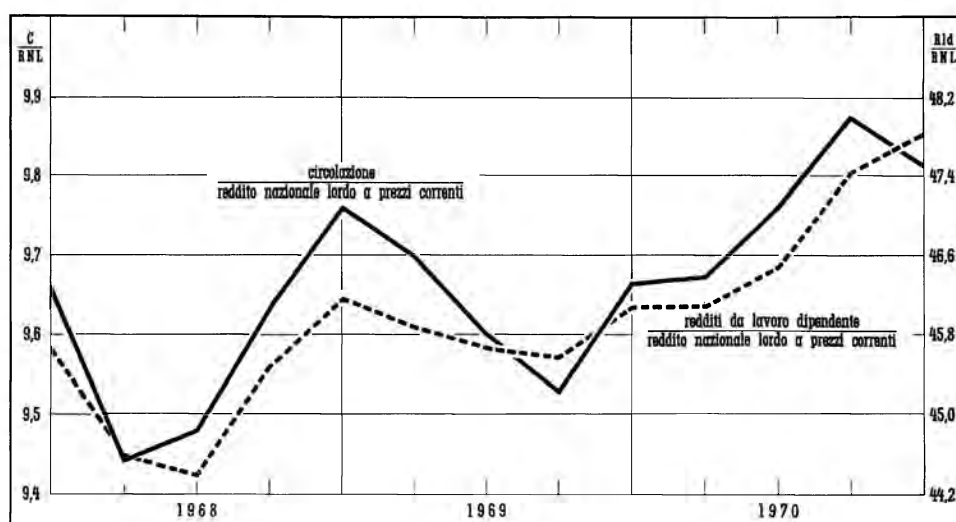
(i dati si riferiscono ai 12 mesi terminanti con il mese indicato)

Periodi	Circolazione media dei biglietti (dati destagionalizzati) (C)	Reddito nazionale lordo a prezzi correnti (RNL)	Reddito da lavoro dipendente (Rld)	$\frac{C}{RNL}$	$\frac{Rld}{RNL}$
<i>(miliardi di lire)</i>					
1968 - dic.	4.615	47.280	21.757	9,76	46,02
1969 - mar.	4.697	48.405	22.199	9,70	45,86
giu.	4.783	49.812	22.741	9,60	45,65
set.	4.897	51.371	23.411	9,53	45,57
dic.	5.038	52.149	24.010	9,66	46,04
1970 - mar.	5.214	53.897	24.825	9,67	46,06
giu.	5.402	55.338	25.716	9,76	46,47
set.	5.575	56.470	26.764	9,87	47,40
dic.	5.711	58.244	27.840	9,81	47,80

circolazione e reddito appare strettamente connesso a quello tra reddito da lavoro dipendente e totale del reddito (fig. 42). Se si esamina l'andamento dei valori assoluti del circolante nell'anno in esame, dopo un aumento durante i primi sette mesi (fig. 39), in conseguenza del rapido incremento della massa salariale, si è avuta una sostanziale stazionarietà, continuata anche nel corso dei primi mesi del 1971. Calco-

lato sulla base della consistenza media giornaliera l'incremento della circolazione è pari, tra il 1969 e il 1970, al 13,4 per cento, cioè nettamente superiore a quello risultante dal confronto dei dati di fine anno, ma intermedio tra quello presentato dal reddito globale e dai redditi da lavoro tra i due anni a confronto.

FIG. 42



Andamento della circolazione rispetto al reddito
(rapporti percentuali)

I depositi postali e le altre forme di base monetaria detenuta dal pubblico (vaglia cambiari della Banca d'Italia e depositi presso la Banca e il Tesoro) hanno registrato, rispettivamente, un aumento di 238 e 27 miliardi (373 e 15 nel 1969; tav. 79).

La raccolta postale è aumentata moderatamente fino a giugno, è diminuita poi fino a novembre, per segnare infine, dal dicembre, una sensibile ripresa (fig. 39), proseguita nei primi mesi del 1971. Questo andamento irregolare è dipeso essenzialmente, come più ampiamente riferito nel capitolo sulla finanza pubblica, dalle variazioni del differenziale tra il rendimento della raccolta postale e i tassi pagati sui depositi bancari di minori dimensioni.

Considerando anche l'aumento del circolante e quello dei depositi presso la Banca d'Italia degli istituti speciali di credito, l'assorbimento di base monetaria da parte del pubblico e degli intermediari non bancari risulta di 986 miliardi, di oltre 150 miliardi inferiore a quello dell'anno precedente.

Riserve libere ed obbligatorie delle aziende di credito. — La più elevata creazione di base monetaria e il minor utilizzo da parte del pubblico nei confronti del 1969 hanno comportato, come già accennato, un'espansione assai più consistente delle riserve bancarie; quelle obbligatorie e per cauzione assegni si sono accresciute di 782 miliardi (contro 415) e la liquidità di 387 miliardi (contro una riduzione di 323 nel 1969).

L'utilizzo di base monetaria per la riserva obbligatoria si è accresciuto a un ritmo sensibilmente più rapido di quello dei depositi soggetti a riserva (16,1 per cento, rispetto al 13,4). Tale andamento, essenzialmente dovuto allo spostamento della raccolta verso i conti correnti, ha comportato nella prima parte dell'anno un aumento delle riserve obbligatorie superiore all'ammontare di base monetaria a disposizione delle aziende di credito (fig. 39).

Solo a partire da giugno la disponibilità di riserve, sia pure con andamento alterno nel corso del terzo trimestre, è tornata a crescere, per il combinato effetto del più rapido aumento della base monetaria complessiva e della stazionarietà della domanda da parte del pubblico e degli intermediari non bancari. A fine anno la liquidità era pari a 1.482 miliardi e al 3,7 per cento dei depositi (circa 700 miliardi e un punto e mezzo percentuale al disopra del minimo toccato in maggio).

La rilevante restituzione di fondi alla Banca d'Italia, nella seconda parte del 1970, ha concorso pure a migliorare la situazione di liquidità del sistema creditizio, al disopra di quanto mostrato dall'entità delle riserve liquide possedute; è diminuita infatti a seguito di tale restituzione l'incidenza sulle riserve dei debiti a breve scadenza verso la Banca centrale, cosicché il rientro della circolazione all'inizio del 1971 non si è trasformato in una diminuzione di finanziamenti della Banca d'Italia, ma in un forte aumento dei depositi presso la Banca stessa e del margine disponibile.

Previsioni per il 1971. — L'andamento produttivo osservato nel primo trimestre del 1971, supponendo nel resto dell'anno una ripresa della domanda e una forte accelerazione del processo produttivo, consente di formulare un'ipotesi di sviluppo del reddito a prezzi costanti di circa il 4 per cento e a prezzi correnti dell'8-9 per cento. In tale ipotesi gli investimenti raggiungerebbero i 14.000 miliardi e la bilancia dei pagamenti presenterebbe un saldo attivo di circa 300 miliardi.

La domanda di base monetaria da parte del pubblico, scontando una forte ripresa della raccolta postale, potrebbe aggirarsi sui 1.200 miliardi; la formazione dei depositi bancari e di quelli costituiti dagli istituti speciali di credito presso lo stesso sistema bancario, si può stimare in circa 5.500 miliardi; la domanda di titoli a reddito fisso da parte di privati e imprese non bancarie potrà raggiungere i 1.400 miliardi.

L'espansione dei depositi e delle altre forme di provvista potrebbe permettere un aumento degli impieghi di 3.500 miliardi e degli investimenti in titoli delle aziende di credito di altri 1.500 miliardi ivi incluso un sostanziale ammontare di BOT per investimenti liberi; l'emissione complessiva di titoli a reddito fisso a breve e a lungo termine potrà avvicinarsi ai 3.800 miliardi. I menzionati valori per gli impieghi e per i titoli non tengono conto del consolidamento delle anticipazioni bancarie ad enti territoriali menzionate nel capitolo della Finanza Pubblica (paragrafo relativo alla Cassa DD.PP.). La creazione complessiva di base monetaria, necessaria per permettere la precisata espansione dei flussi finanziari dovrebbe raggiungere i 2.500 miliardi; le riserve bancarie dovrebbero così accrescersi di circa 1.300 miliardi da destinare per circa la metà alla costituzione di riserve obbligatorie.

Verificandosi tutte queste condizioni e, tenendo conto di una raccolta azionaria all'interno di un ordine di grandezza simile a quello dell'anno precedente, di prestiti netti dall'estero per circa 600 miliardi e di un aumento dell'autofinanziamento in linea a quello del reddito, sussisterebbero le condizioni per la realizzazione dell'ipotizzato livello di investimenti. Ove questi effettivamente raggiungessero l'ammontare sopra indicato, il disavanzo del settore Tesoro, Cassa DD.PP. e Aziende Autonome con esso compatibile, può valutarsi in circa 2.700 miliardi, tenuto conto dei fondi trasferiti o prestati ad altri settori, e del fatto che gli investimenti, per circa 800 miliardi, saranno effettuati dallo Stato.

L'ATTIVITA' DELLE AZIENDE DI CREDITO

Riserve di base monetaria e volume dell'intermediazione bancaria. — Le riserve bancarie sono aumentate nel 1970, come già indicato nel capitolo precedente, di 1.169 miliardi, contro solo 92 nel 1969 ed hanno presentato, secondo dati destagionalizzati, un andamento alquanto irregolare nel corso dell'anno: una contenuta espansione fino a maggio, una forte accelerazione in giugno (circa 350 miliardi), una certa stazionarietà nei mesi estivi e, infine, un ulteriore considerevole aumento (oltre 400 miliardi) nell'ultimo trimestre (fig. 43).

Questa evoluzione delle riserve bancarie è derivata soprattutto dall'azione delle autorità monetarie e del pubblico, anche se il comportamento del sistema bancario può aver influenzato, sia pure in lieve misura, la creazione complessiva di base monetaria, dapprima con la domanda e, a fine anno, con il rimborso di finanziamenti alla Banca d'Italia; inoltre, il sensibile aumento dei tassi passivi bancari ha ridotto la formazione della raccolta postale e di conseguenza il Tesoro ha dovuto far ricorso in misura più elevata al credito della Banca centrale: il contante così creato è poi affluito nelle riserve dello stesso sistema bancario.

Tra il dicembre 1969 e il dicembre 1970 i depositi sono aumentati di 5.561 miliardi e i crediti sull'interno (essenzialmente impieghi più investimenti in titoli) di 3.629 miliardi (figg. 43, 44 e tav. 88), con incrementi percentuali (16,1 e 11,3 per cento), rispettivamente superiore e inferiore alla media dell'ultimo quinquennio; le ragioni di tale divergenza, connesse ai modi di creazione della base monetaria, sono state chiarite nel precedente capitolo. In particolare, gli acquisti di titoli, esclusi quelli depositati a riserva obbligatoria, sono stati molto inferiori all'anno precedente (247 miliardi, contro 693) segnando, rispetto alle consistenze di fine 1969, un incremento del 3,6 per cento soltanto; alquanto elevato, invece, è stato l'aumento dei titoli a lungo termine depositati a riserva obbligatoria e cauzione assegni (513 miliardi nel 1970, contro 397 nel 1969), soprattutto per gli importanti versamenti effettuati in applicazione della delibera del CICR del 16 settembre 1970. Gli impieghi sull'interno, che nel 1969 erano cresciuti ad un ritmo più rapido di quello dei depositi (15,1 per cento, contro l' 11,9), nel 1970 sono aumentati di 3.323 miliardi e del 14,0 per cento.

L'evoluzione del credito, dei depositi e dei tassi bancari nel corso del 1970 può essere analizzata facendo riferimento, da un lato allo sviluppo potenziale dell'intermediazione bancaria — in funzione della quantità di riserve posseduta dalle aziende di credito, del coefficiente marginale di riserva obbligatoria in base monetaria (dipendente a sua volta dalla composizione dei depositi) e degli intervalli temporali necessari per la completa esplicazione del processo moltiplicativo (figura 45) — dall'altro alla domanda di credito e di depositi in funzione del livello dell'attività produttiva, dei prezzi e della disponibilità di finanziamenti diversi dal credito bancario.

I *depositi potenziali* sono stati calcolati, per ognuno dei trimestri compresi fra il primo del 1968 e l'ultimo del 1970, aggiungendo ai depositi effettivi quelli che si sarebbero ottenuti da una integrale moltiplicazione della liquidità bancaria (riserve libere), tenuto conto del coefficiente marginale di riserva obbligatoria osservato in ciascuno dei trimestri considerati e dell'intervallo necessario per la completa realizzazione del processo moltiplicativo (circa sei trimestri, benché la quasi totalità dell'effetto si realizzi nell'arco di un anno). Dalle riserve libere è stata esclusa la cassa contante, considerata come riserva tecnica che le aziende di credito non utilizzano per espandere la loro attività di intermediazione.

I *crediti potenziali* sono stati ottenuti aggiungendo ai depositi potenziali le altre forme di provvista (principalmente finanziamenti di BI-UIC) e sottraendone gli impieghi in riserve.

La curva dei depositi potenziali descrive l'andamento dell'offerta massima di moneta bancaria, nell'ipotesi che il volume delle riserve sia indipendente dal comportamento del sistema bancario; quella dell'offerta potenziale di credito si basa sull'ulteriore ipotesi che anche i canali di creazione della base monetaria siano indipendenti dal comportamento del sistema bancario. Nell'interpretare i dati della figura 45 è opportuno considerare che, mentre la prima ipotesi è valida con buona approssimazione per tutto l'anno in esame, l'altra non lo è per l'ultimo trimestre del 1970. In particolare, se in tale periodo le aziende di credito avessero effettuato minori rimborsi alla Banca centrale e la domanda di credito fosse stata più sostenuta, fermo restando il volume complessivo di base monetaria, sia la linea del credito effettivo che quella del credito potenziale avrebbero mostrato valori più elevati; il rapporto fra i valori espressi dalle due curve e il livello dei tassi attivi sarebbe risultato però sostanzialmente immutato.

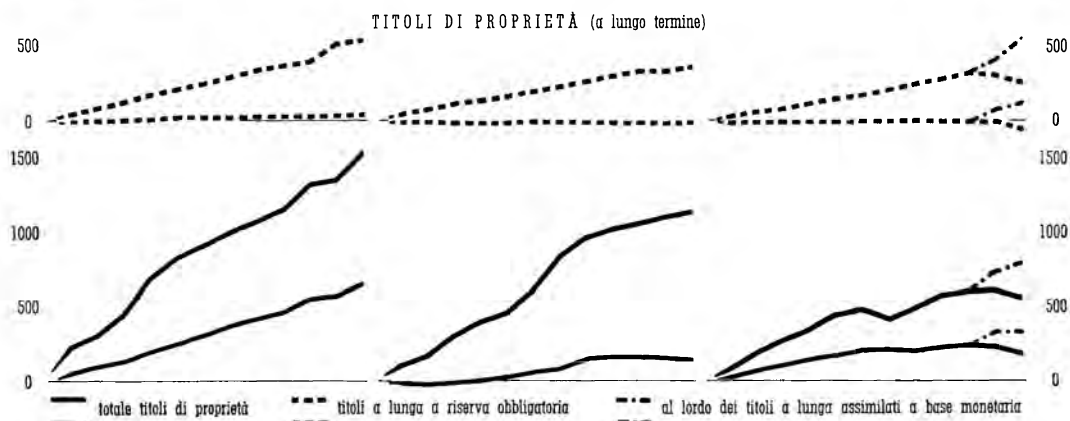
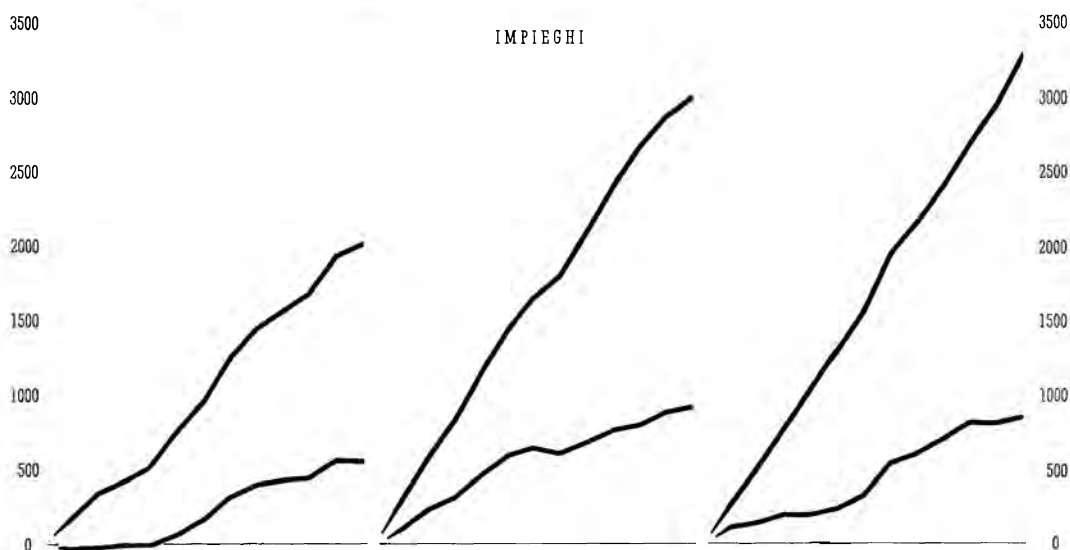
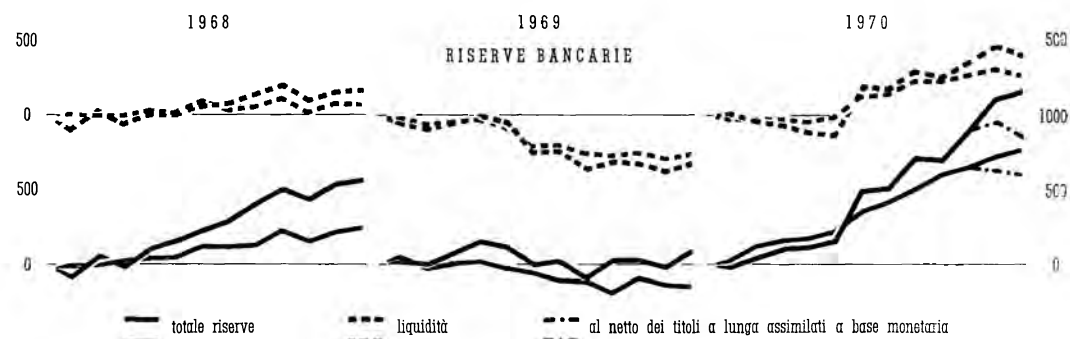
Le curve dei valori *effettivi* del credito e dei depositi sono il risultato dell'interazione fra offerta e domanda; è possibile dedurre implicitamente l'andamento di quest'ultima dal confronto della curva dei dati dell'offerta teorica massima con quella dei dati effettivi.

Durante i primi tre trimestri dell'anno le possibilità di espansione del credito e dei depositi sono cresciute in misura moderata, in prosecuzione della tendenza iniziata nella seconda metà del 1969. Hanno influito su tale andamento il modesto sviluppo delle riserve nella prima metà del 1970, l'effetto ritardato della contrazione della liquidità verificatasi nel secondo semestre del 1969 e il progressivo aumento del

PRINCIPALI VOCI DI SITUAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO

(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati e corretti per i movimenti accidentali di fine 1967; miliardi di lire)

ATTIVO



AZIENDE DI CREDITO

5 MAGGIORI BANCHE

PRINCIPALI VOCI DI SITUAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO

(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati e corretti
per i movimenti accidentali di fine 1967; miliardi di lire)

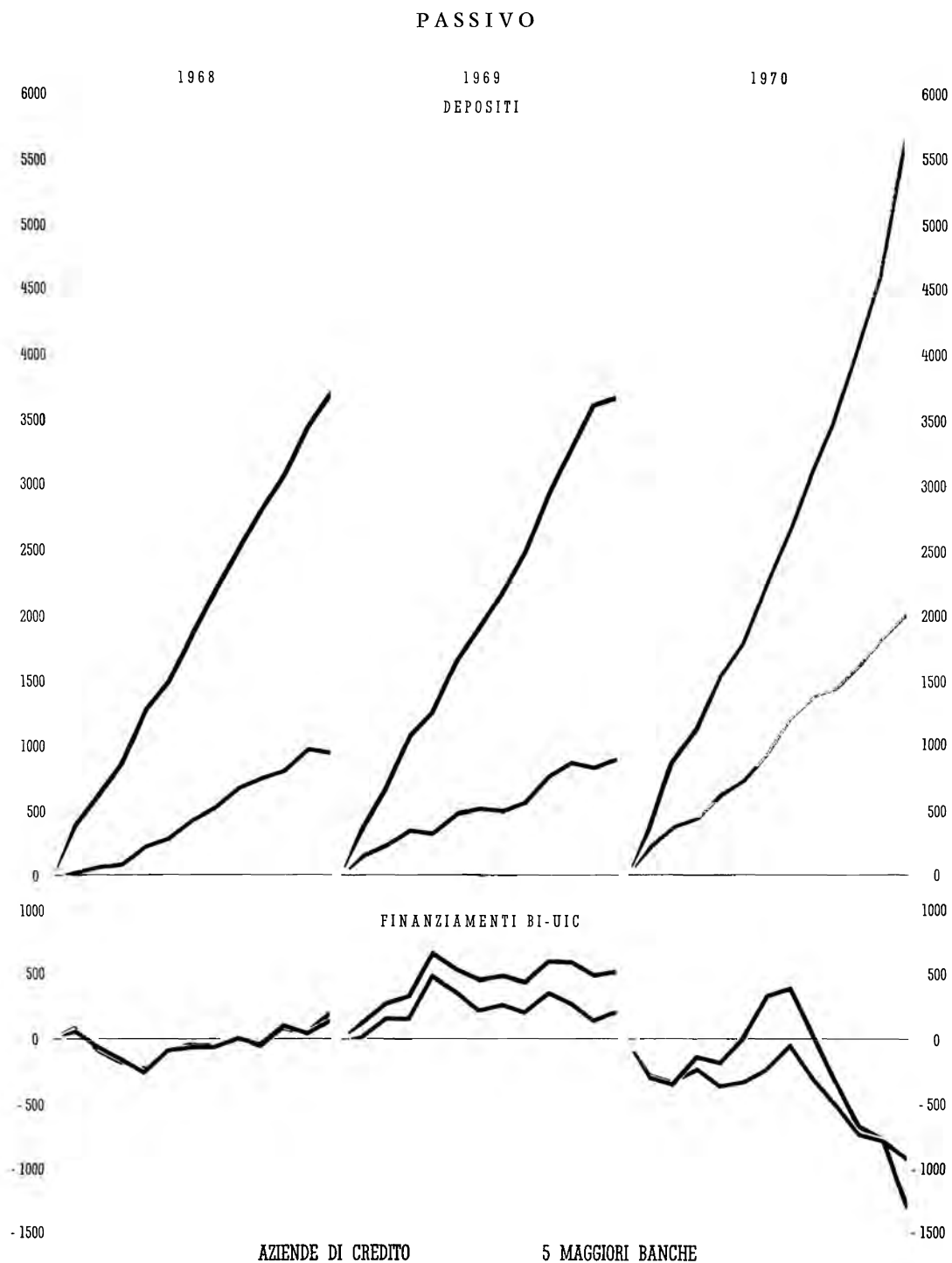
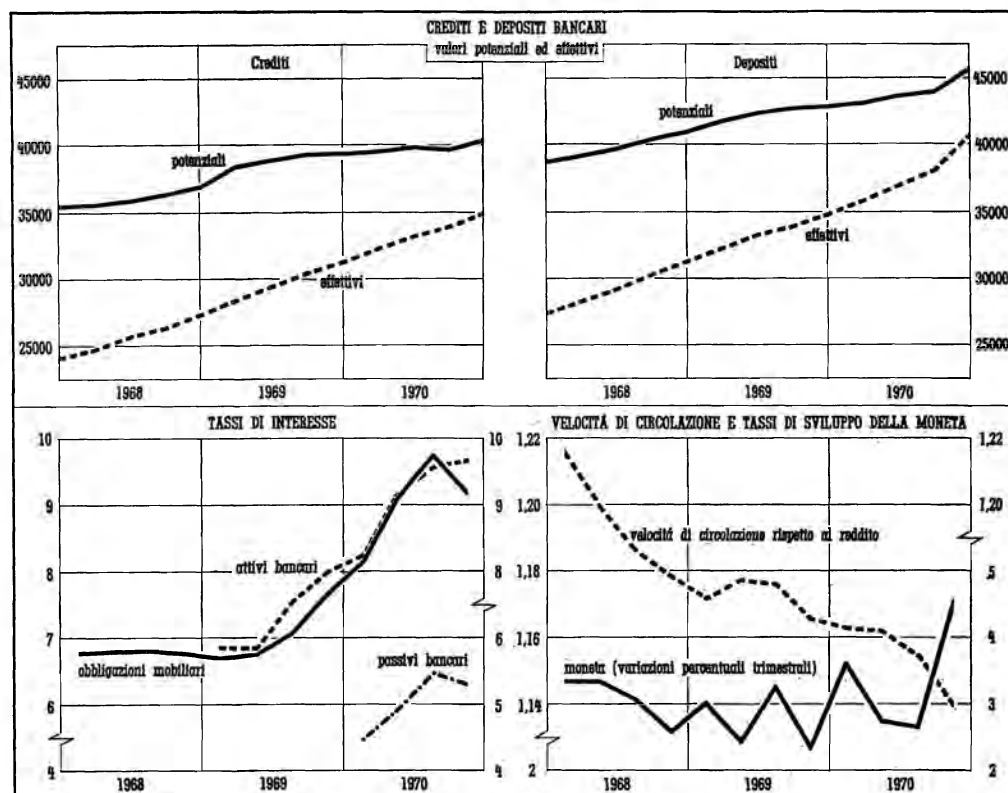


FIG. 45



Depositi e crediti bancari, moneta e tassi di interesse

coefficiente marginale di riserva, connesso allo spostamento della raccolta verso i conti correnti.

A limitare il tasso di sviluppo del credito potenziale ha anche contribuito in misura determinante il contenimento dei finanziamenti della Banca centrale alle aziende di credito. Poiché tali finanziamenti si concentrano in un limitato gruppo di aziende di maggiori dimensioni, il loro rallentamento nel primo trimestre dell'anno ha provocato un immediato contenimento della possibilità di espansione del credito soprattutto di tali aziende; poiché inoltre la domanda di credito ha esercitato, per i primi tre quarti del 1970, una forte pressione sia su di esse sia su tutto il sistema, a un'espansione del credito elevata rispetto allo sviluppo potenziale si è accompagnata una progressiva ascesa dei tassi di interesse attivi e, soprattutto per le aziende più grandi, dei tassi sui conti interbancari e sui depositi.

Nonostante la riduzione del margine fra valori potenziali e valori effettivi (il credito effettivo è passato tra il giugno 1969 e la fine del 1970 dal 75 all'86 per cento di quello massimo potenziale),

SITUAZIONE DELLE

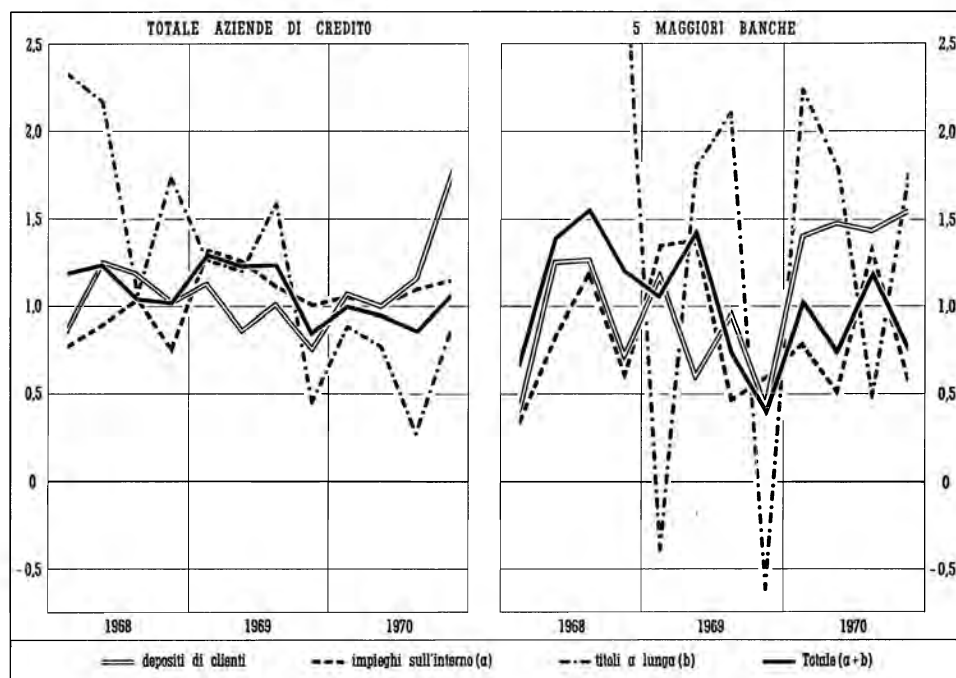
(variazioni in

Voci	B A N C H E											
	Maggiori (5)		Grandi (5)		Medie (11)		Piccole (20)		Minori (211)		TOTALE (252)	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
ATTIVO												
Liquidità	- 254,3	250,3	- 2,6	34,5	- 35,2	23,9	- 8,5	11,3	- 0,4	18,6	- 301,0	338,6
<i>cassa e depositi presso BI</i>	12,0	59,6	2,5	7,5	4,7	2,1	- 1,8	7,2	2,0	7,7	19,4	84,1
<i>marginale disponibile</i>	1,4	105,3	11,9	35,1	9,9	20,1	- 3,1	5,6	0,9	8,2	1,2	174,3
BOT (1)	- 107,9	—	—	—	—	0,7	—	—	—	—	- 108,6	—
<i>altri crediti v/Tesoro e Cassa DD.PP.</i>	6,0	- 1,8	- 4,1	- 7,7	- 6,9	1,3	- 0,8	- 1,2	- 0,5	- 0,9	- 4,7	- 10,3
<i>valute convertibili</i>	- 165,8	87,2	- 12,9	- 0,4	- 22,4	0,4	- 4,4	- 0,3	- 2,8	3,6	- 208,3	90,5
Riserva obbligatoria e cauzione assegni .	196,6	398,1	132,4	143,9	111,6	122,2	69,1	89,2	76,7	88,5	586,4	841,9
<i>contante</i>	149,2	299,5	67,4	59,4	42,7	63,9	33,4	50,5	47,5	53,9	340,2	527,2
BOT	42,6	- 30,3	—	15,9	21,8	4,5	- 3,2	5,5	5,5	10,7	73,6	6,3
<i>titoli a lunga assimilati a base monetaria</i>	—	168,9	—	67,9	—	28,2	—	1,1	—	3,4	—	269,5
<i>altri titoli a lunga</i>	4,8	- 40,0	47,1	0,7	47,1	25,6	38,9	32,1	34,7	20,5	172,6	38,9
Attività liquide sull'estero vincolate . .	164,6	- 68,5	15,8	- 9,7	30,2	- 0,2	4,4	1,4	18,4	11,4	233,4	- 65,6
Impieghi sull'interno	919,8	864,4	460,0	475,5	455,8	409,1	249,8	176,6	280,5	348,3	2.365,9	2.273,9
<i>a breve termine: in lire</i>	857,1	803,3	360,6	411,8	415,5	368,9	227,0	138,7	246,6	270,1	2.106,8	1.992,8
<i>in valuta</i>	58,8	54,6	19,9	2,4	19,1	15,2	2,4	0,2	9,6	50,4	109,8	122,8
<i>a medio e lungo termine</i>	3,9	6,5	79,5	61,3	21,2	25,0	20,4	37,7	24,3	27,8	149,3	158,3
Titoli impegnati	112,5	- 367,6	42,1	- 57,8	29,8	9,8	13,4	23,7	33,6	18,8	231,4	- 373,1
BOT	- 132,1	- 66,7	—	0,5	0,6	—	- 0,1	0,1	4,8	- 3,2	- 126,8	- 69,3
<i>obbligazioni</i>	244,3	- 305,0	39,6	- 59,1	29,2	9,8	13,5	23,6	28,5	21,2	355,1	- 309,5
<i>azioni</i>	0,3	4,1	2,5	0,8	—	—	—	—	0,3	0,8	3,1	5,7
Titoli disponibili	- 26,7	525,3	- 15,6	133,8	- 15,0	6,9	- 7,8	- 6,9	- 2,0	- 21,2	- 67,1	637,9
BOT	26,9	15,2	—	3,0	—	—	—	—	—	0,4	26,9	18,6
<i>obbligazioni</i>	- 97,2	522,7	- 20,6	112,0	- 20,3	8,9	- 7,6	- 7,8	- 3,8	- 19,5	- 149,5	616,5
<i>azioni</i>	43,6	- 12,6	5,0	18,8	5,3	- 2,0	- 0,2	0,9	1,8	- 2,1	55,5	3,0
Conti con istituti speciali	- 0,2	3,9	18,9	62,1	- 6,5	- 16,0	- 1,1	- 8,4	1,6	- 9,9	12,7	31,7
Partecipazioni	14,3	5,9	10,5	4,1	1,0	1,7	1,0	- 0,1	1,4	4,4	28,2	16,0
Conti interbancari	9,8	187,5	3,1	280,0	41,5	253,7	15,6	181,9	93,3	170,0	1.633,1	1.073,1
Crediti sull'estero	1.145,0	1.409,3	16,1	52,5	46,1	95,0	1,2	8,7	37,3	103,6	1.245,7	1.669,1
Altre partite	638,2	67,1	334,3	203,7	140,3	135,2	87,5	113,4	80,7	99,7	1.281,0	619,1
Totale	2.919,6	3.275,7	1.015,0	1.322,6	799,6	1.041,3	424,6	590,8	621,1	832,2	5.779,9	7.062,6
PASSIVO												
Depositi di clienti	904,3	2.004,2	493,0	834,6	432,8	613,6	302,7	427,3	396,4	443,3	2.529,2	4.323,0
<i>a risparmio</i>	- 116,2	- 418,1	118,9	- 161,2	163,5	20,8	164,5	151,0	231,1	122,6	561,8	- 284,9
<i>conti correnti</i>	1.020,5	2.422,3	374,1	995,8	269,3	592,8	138,2	276,3	165,3	320,7	1.967,4	4.607,9
Conti in valuta di residenti	13,4	2,1	0,3	- 2,1	- 10,8	- 1,1	0,2	1,2	- 7,7	1,1	- 4,6	1,2
Fondi di terzi in amministrazione . . .	- 0,7	- 27,8	- 8,2	18,6	20,4	- 4,3	4,5	4,7	1,3	- 2,0	17,3	- 10,8
Crediti da BI-UIC (2)	214,8	- 888,8	119,7	- 142,9	26,0	- 15,6	5,9	8,7	9,3	4,9	375,7	- 1.033,7
<i>risconto portafoglio ordinario</i>	136,8	- 580,8	77,0	- 86,7	17,2	- 17,4	0,8	0,8	- 1,4	0,9	230,4	- 683,2
<i>proroghe e anticipaz. a scadenza fissa</i>	51,6	- 309,8	18,5	- 69,3	2,4	- 3,7	0,3	- 1,0	2,0	- 1,4	74,8	- 385,2
<i>anticipazioni ordinarie (credito aperto)</i>	26,4	1,8	24,2	13,0	6,4	5,5	4,8	8,9	8,7	5,4	70,5	34,6
Patrimonio	4,3	84,8	19,0	5,4	7,8	9,4	5,3	7,0	18,0	15,5	54,4	122,1
Conti interbancari	- 131,2	430,8	7,6	281,7	76,9	118,8	2,4	14,1	30,1	111,6	- 14,2	957,0
Conti con istituti speciali	- 132,7	254,1	- 9,9	30,6	- 21,8	19,8	0,3	0,5	10,9	1,9	- 153,2	306,9
Raccolta all'estero	1.451,5	1.362,0	70,1	48,5	113,8	105,1	14,1	12,2	67,7	161,0	1.717,2	1.688,8
Altre partite	595,9	54,3	323,4	248,2	154,5	195,6	89,2	115,1	95,1	94,9	1.258,1	708,1

(1) Fino al mese di aprile 1969. — (2) Comprese operazioni in valuta.

la riduzione del ritmo di incremento del credito bancario iniziata verso la metà del 1969 è continuata, senza importanti interruzioni, fino quasi alla fine del 1970 (fig. 46). Al prolungarsi di tale tendenza ha concorso, oltre ai menzionati fattori di contenimento dello sviluppo potenziale dei crediti, l'incertezza diffusa nel sistema bancario dall'irregolarità con cui procedeva lo sviluppo della base monetaria.

FIG. 46



Depositi, impieghi e titoli delle aziende di credito
(media trimestrale delle variazioni percentuali mensili; dati destagionalizzati)

Nei primi mesi dell'anno l'espansione dei crediti si è concentrata negli investimenti in titoli, per le più favorevoli condizioni delle nuove emissioni. Gli impieghi, in particolare quelli delle maggiori banche che meno investono sul mercato dei titoli, hanno invece risentito della riduzione dei finanziamenti della Banca centrale e dell'eccezionale aumento della spesa del Tesoro che ha pure contribuito all'aumento dei depositi.

Il secondo trimestre ha rappresentato il periodo di maggiore tensione nelle condizioni operative del sistema bancario: i tassi attivi hanno registrato i maggiori incrementi ed il rapporto liquidità-depositi ha toccato, in maggio, il minimo del 2,2 per cento.

Nel trimestre estivo e nei primi mesi dell'autunno le aziende di credito hanno rallentato ulteriormente lo sviluppo del credito al fine di ricostituire più sicuri margini di liquidità. La flessione è avvenuta essenzialmente a spese degli acquisti di titoli, le cui emissioni, peraltro, risultavano inferiori ai rimborsi, sì da consentire un'inversione della tendenza ascendente dei rendimenti. Non si aggravava, d'altra parte, la tensione sul mercato degli impieghi bancari la cui offerta, soprattutto da parte delle maggiori banche, si espandeva mentre la pressione della domanda si attenuava per l'elevato livello dei tassi e per il rallentamento dell'attività economica. Particolarmente elevato è stato lo sviluppo degli impieghi nel mese di luglio, reso possibile dal forte aumento registrato in giugno dai finanziamenti della Banca centrale.

Il migliorato rapporto tra riserve bancarie e domanda di credito ha così posto termine, nel quarto trimestre dell'anno, all'andamento ascendente dei tassi bancari attivi, che hanno anzi manifestato qualche accenno a diminuire per le categorie di clienti più importanti; i tassi sui conti interbancari, per i quali si dispone, a partire da novembre, di una rilevazione campionaria con frequenza settimanale, hanno mostrato una continua diminuzione.

Nel complesso dell'anno sia gli impieghi sia i crediti si sono sviluppati a tassi inferiori a quelli del 1969, anche se leggermente più elevati di quelli registrati verso la fine di quell'anno. Molto più rapido di quello del 1969 è stato invece l'aumento dei depositi, sebbene l'insufficiente aumento delle riserve rispetto alla domanda di credito abbia agito nel senso di limitarne l'espansione. Anche l'incremento dei tassi passivi nella prima parte del 1970 conferma il tentativo del sistema bancario di espandere l'intermediazione, ed in particolare i depositi, oltre il limite consentito dalla disponibilità di riserve.

Come risultato della domanda di base monetaria da parte del pubblico e del descritto andamento dei depositi, la moneta (base monetaria del pubblico e depositi bancari) è cresciuta, nel 1970, di 6.547 miliardi, pari al 14,1 per cento, contro 4.818 miliardi e l'11,6 per cento nel 1969.

Il tasso di sviluppo è aumentato sensibilmente nel primo trimestre dell'anno per la rapida espansione sia dei depositi bancari sia di quelli postali e del circolante; nei mesi centrali lo sviluppo è stato più contenuto per il limitato apporto di liquidità da parte del Tesoro

e del settore estero e per la ridotta espansione del credito bancario; negli ultimi mesi dell'anno, infine, si è avuta una forte accelerazione dovuta essenzialmente ai depositi bancari.

Data l'elevata creazione di mezzi di pagamento, si è accentuata la tendenza di lungo periodo alla riduzione della velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito, tendenza che si era interrotta nella parte centrale del 1969 (fig. 45).

La velocità di circolazione è stata calcolata, per ogni trimestre, facendo il rapporto fra il reddito nazionale lordo a prezzi correnti degli ultimi dodici mesi e la consistenza di fine trimestre (dato destagionalizzato) della moneta.

A ridurre la velocità di circolazione hanno concorso, dal lato della domanda, la redistribuzione del reddito a favore di categorie con più elevata propensione alla liquidità ed il conseguente maggiore fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese. Per la maggiore incertezza generata negli investitori in titoli a reddito fisso dalle frequenti variazioni dei corsi negli ultimi due anni, il rallentamento è avvenuto ancorchè in presenza di un allargamento del divario fra rendimento dei titoli obbligazionari e rendimento dei depositi.

Impieghi sull'interno. — I fattori di contenimento dell'attività di intermediazione bancaria operanti nei primi tre trimestri dell'anno — rallentamenti ed incertezze nell'afflusso di base monetaria al sistema bancario, mutata composizione delle passività delle aziende di credito, atteggiamento particolarmente prudente di queste ultime nella erogazione di prestiti — hanno interessato anche gli impieghi, sebbene con effetti riduttivi attenuati rispetto a quelli esercitati sull'acquisto di titoli.

Nel 1970 gli impieghi sono cresciuti di 3.323 miliardi, raggiungendo in dicembre il volume complessivo di 27.054 miliardi; il saggio annuo d'incremento (14 per cento) è stato inferiore di un punto a quello del 1969. Dalla rilevazione dei tassi d'interesse attivi, effettuata dalla Centrale dei rischi, risulta che sino al terzo trimestre del 1970 l'espansione degli impieghi si è accompagnata alla accentuata tendenza al rialzo del costo del credito bancario già in atto dalla seconda metà dell'anno precedente (tav. 89); nell'ultimo trimestre i tassi d'interesse si sono assestati su livelli medi già raggiunti durante il terzo trimestre (9,66 per cento, rispetto al 7,99 per cento del quarto trimestre del 1969).

TASSI DELLE AZIENDE DI CREDITO

Voci	Trimestri				
	1969	1970			
	IV	I	II	III	IV
attivi					
<i>Categorie di crediti</i>					
Portafoglio: commerciale	7,55	7,83	8,68	9,20	9,28
finanziario	7,68	7,91	8,76	9,45	9,35
Conti correnti	8,43	8,58	9,53	9,99	10,03
Operazioni: con l'estero	7,08	7,33	8,32	8,71	8,76
con garanzia reale o equivalente	7,06	7,38	8,13	8,20	8,64
Totale (1) . . .	7,99	8,22	9,15	9,58	9,66
<i>Aree geografiche</i>					
Italia: nord-occidentale	7,89	8,06	9,03	9,56	9,56
nord-orientale	8,01	8,23	9,12	9,40	9,61
centrale	7,84	8,17	9,04	9,37	9,52
meridionale	8,83	9,18	10,01	10,43	10,60
insulare	8,81	9,19	10,16	10,48	10,56
<i>Alcuni grandi rami di attività economica</i>					
Attività non commerciali:					
d'interesse particolare	8,13	8,42	9,80	9,80	9,86
d'interesse generale	8,83	9,18	10,46	10,45	10,51
Costruzioni edilizie	8,62	8,90	10,20	10,20	10,29
Alimentari e affini	8,13	8,45	9,77	9,77	9,80
Oli minerali	7,79	8,07	9,49	9,49	9,66
Metallurgia	7,64	7,47	9,51	9,51	9,40
Meccanica	8,02	8,24	9,55	9,55	9,72
Chimica	7,98	8,48	9,63	9,53	9,54
Tessili e abbigliamento	8,00	8,27	9,69	9,59	9,65
passivi					
<i>Categorie di depositi</i>					
Depositi liberi lire c/interno			3,55	3,60	5,11
C/c liberi lire c/interno			5,38	5,87	5,52
Depositi vincolati lire c/interno			4,76	4,70	5,40
Totale (2) . . .			6,71	6,49	5,54
<i>Aree geografiche</i>					
Italia: nord-occidentale			7,19	7,41	5,71
nord-orientale			5,57	5,22	5,18
centrale			6,46	5,98	5,68
meridionale			5,53	5,79	4,84
insulare			4,97	5,33	5,05
<i>Alcuni grandi rami di attività economica</i>					
Attività non commerciali:					
d'interesse particolare			5,35	5,93	5,51
d'interesse generale			5,78	5,24	5,09
Costruzioni edilizie			5,48	4,89	5,68
Alimentari e affini			5,43	5,64	4,96
Oli minerali			3,70	5,41	5,30
Metallurgia			5,36	6,03	5,04
Meccanica			5,81	5,25	5,17
Chimica			4,61	6,04	5,22
Tessili e abbigliamento			5,75	6,17	5,54

(1) Esclusi i conti interbancari e con istituti speciali. — (2) Compresi i conti interbancari e con istituti speciali, i conti in valuta di residenti e quelli in lire e valuta di non residenti.

L'estensione agli impieghi della interpretazione prevalentemente in chiave d'offerta data per l'evoluzione del credito bancario complessivo va, peraltro, ulteriormente qualificata sulla scorta dei dati della Centrale dei rischi, dai quali risulta un più sensibile rallentamento del credito alle imprese di minori dimensioni e la probabile presenza, nei primi nove mesi dell'anno, di fenomeni di « razionamento » che possono aver interessato, sia pure in misura più lieve, anche imprese di grandi dimensioni i cui piani di investimento, peraltro, sono meno sensibili alle diverse situazioni congiunturali.

Le rilevazioni della Centrale dei rischi consentono una ripartizione degli incrementi del credito accordato per classi di grandezza dell'esposizione complessiva di ciascun cliente. Si sono considerate dieci classi, di cui la minore comprende linee di credito da 50 a 100 milioni e la maggiore crediti di 50 miliardi ed oltre. Sono stati inclusi tutti i crediti censiti, ma una verifica effettuata escludendo i crediti di firma e le operazioni con l'estero ha fornito uguali risultati.

Il grado di concentrazione dell'accordato in essere (consistenze) tra le varie classi di grandezza è notevolmente elevato: nel dicembre del 1968 gli affidati con oltre 20 miliardi di credito rappresentavano il 4 per mille circa della clientela e ricevevano il 33 per cento dell'accordato complessivo. La distribuzione dei nuovi crediti concessi (flussi) tra le varie classi di accordato complessivo nel corso dell'intero 1969 praticamente non si discosta da quella delle consistenze a dicembre 1968. Essa può, quindi, essere considerata conforme alla distribuzione media di lungo periodo. Sistematicamente più elevata, invece, è la concentrazione con cui i nuovi crediti si sono distribuiti nei primi tre trimestri del 1970. In particolare, nel primo trimestre si registra una forte caduta della quota di partecipazione degli accordati sotto il miliardo agli incrementi del totale. Questa quota risale leggermente nel secondo trimestre, ma le classi fra 1 e 20 miliardi perdono nettamente terreno a favore di quelle superiori. Nel trimestre successivo l'aumento della quota delle classi superiori a 20 miliardi avviene a spese di tutte le classi inferiori. Nel quarto trimestre, invece, mutati gli indirizzi di politica monetaria, si ritorna alla situazione del 1969.

Questi dati, quindi, essendo ragionevole ritenere che l'esposizione complessiva del cliente ne rifletta le dimensioni economiche, sembrano mostrare che durante la maggior parte del 1970 il flusso degli impieghi bancari si sia diretto verso le grandi piuttosto che verso le piccole unità produttive.

Gli stessi dati, inoltre, sembrano indicare il ricorso delle aziende di credito a forme di razionamento dell'offerta di prestiti. Il fenomeno del razionamento può considerarsi come la risultante di un imperfetto adeguamento della struttura dei tassi di interesse ai nuovi livelli di equilibrio coerenti con incrementi della domanda rispetto all'offerta di prestiti relativi a specifici progetti di spesa. L'uso dei dati della Centrale dei rischi quale correlato empirico del fenomeno è stato in particolare fondato sull'ipotesi che, in alternativa ad un aumento dei tassi di interesse, le aziende di credito limitino i rischi di perdite riducendo le dimensioni dei fidi il cui rimborso è incerto, ed eventualmente spostino i propri fondi verso i clienti più sicuri. La quota dei nuovi prestiti concessi ai clienti cui è meno rischioso dare credito tende, quindi, a parità di altre condizioni ed in particolare per una data composizione della domanda, a crescere con il razionamento e può essere indicativa delle sue variazioni.

Nell'ipotesi, in precedenza avanzata, che l'esposizione complessiva del cliente ne rispecchi le dimensioni economiche, che costituiscono una delle principali deter-

minanti del rischio dei prestiti, il grado di concentrazione costantemente più elevato dell'accordato nei primi tre trimestri del 1970 è un indizio del verificarsi del razionamento. Che la disposizione in ordine crescente delle dieci classi di grandezza dell'accordato rifletta una classificazione dei crediti secondo un decrescente grado di rischio è confermato dalla struttura dei tassi di interesse attivi più significativi, cioè quelli riguardanti i conti correnti ed il portafoglio commerciale. Infatti, a classi di grandezza maggiori corrispondono tassi di interesse sistematicamente meno elevati; in particolare, i differenziali fra i tassi rimangono praticamente costanti. Ciò è dovuto ai criteri seguiti dalle aziende di credito nella determinazione della struttura dei tassi ed a vincoli tecnici di varia natura che, in presenza di mutate condizioni di mercato, consentono un adeguamento solo lento ed incompleto dei singoli tassi: a tale comportamento va in ultima analisi ascrivito il razionamento. La costanza dei differenziali tra i tassi di interesse, insieme ad altre informazioni sulla composizione della domanda di prestiti bancari, induce inoltre a ritenere che l'andamento del credito accordato alle varie classi sia da ricondurre proprio al razionamento, e non ad una minor domanda di impieghi da parte delle piccole imprese (si veda comunque anche quanto si dirà in seguito sulla distribuzione del credito per rami di attività economica).

L'incremento degli impieghi è avvenuto a saggi pressoché costanti nei vari trimestri, salvo che nell'ultimo in cui si registra una crescita lievemente più rapida. Rispetto al precedente, l'incremento del quarto trimestre è stato del 3,5 per cento, a fronte di un incremento medio del 3,2 per cento nei primi tre trimestri. La costante espansione degli impieghi nei primi tre trimestri, in presenza di una offerta potenziale crescente in misura molto moderata (stazionaria nel primo e terzo trimestre, e in leggera espansione nel secondo; vedi anche fig. 45), è stata sollecitata dall'incremento sempre sostenuto della domanda. La crescita dell'ultimo trimestre, invece, deriva soprattutto da una ripresa dell'offerta conseguente al più largo afflusso di base monetaria al sistema bancario.

Se si tiene conto della probabile esistenza, nei primi nove mesi dell'anno all'incirca, di un effetto di razionamento, l'espansione della domanda di impieghi risulta particolarmente rapida nel primo trimestre e modesta nel quarto. Nel primo trimestre, in particolare, pur essendo stato notevole l'afflusso all'economia della liquidità derivante dal disavanzo del Tesoro, la domanda di impieghi è stata sostenuta per l'elevato ritmo dell'attività produttiva. L'entrata in vigore dei nuovi contratti di lavoro ha inoltre ulteriormente accresciuto le necessità di capitale circolante delle imprese. Nei due trimestri successivi, nonostante la modesta espansione della domanda globale ed un progressivo deterioramento delle aspettative imprenditoriali, il ricorso al credito bancario è stato stimolato dal ridotto afflusso di liquidità da parte del Tesoro e della bilancia dei pagamenti, dalle minori possibilità di autofinanziamento e, soprattutto a partire dal mese di luglio, da un minore apporto

da fonti alternative di indebitamento. Nel quarto trimestre l'attività produttiva ha mostrato una certa ripresa, ma la domanda di impieghi non è cresciuta in proporzione, anche per l'afflusso di liquidità derivante da altre fonti. Se si tiene conto dell'aumentata liquidità bancaria e della flessione dei tassi di interesse sui conti interbancari, pare si possa ritenere che la crescita più rapida del credito offerto e quella rallentata del credito richiesto abbiano fatto sì che l'offerta eccedesse, negli ultimi mesi dell'anno, la domanda, essendo una flessione dei tassi sugli impieghi ostacolata dalla loro già rilevata viscosità.

Passando ad un esame dei diversi tipi di impieghi, va notato il più rapido sviluppo di quelli a medio e lungo termine rispetto a quelli a breve (19,3 e 13,2 per cento all'anno), attribuibile anche alla particolare natura della domanda, in parte sostitutiva di forme di indebitamento a più lunga scadenza. Tra gli impieghi a breve, quelli denominati in lire presentano un saggio di crescita pressoché costante e più elevato di quelli in valuta (13,5 e 9,4 per cento).

I finanziamenti in valuta alla clientela residente sono aumentati, nel corso del 1970, di 109 miliardi di lire; essi, a fine anno, risultavano denominati in franchi svizzeri per il 58 per cento e in dollari per il 38 per cento (tav. 90). A parte le incertezze sulla parità della lira affiorate nei mesi estivi che hanno indotto gli operatori italiani a rimborsare parte dei debiti in valuta, l'incremento dei finanziamenti in esame ha trovato un limite nell'obbligo che le aziende di credito hanno di mantenere equilibrati i rispettivi conti con l'estero e nella sostanziale stazionarietà del ricorso all'UIC. L'unica eccezione al predetto obbligo deriva dalla disposizione del marzo 1970, illustrata nella precedente Relazione, che consente alle banche di indebitarsi verso l'estero al fine di finanziare le esportazioni: i finanziamenti di questo tipo, che peraltro costituiscono non più del 20 per cento del totale, sono aumentati, tra marzo e dicembre, di 76 miliardi.

Il costo dei finanziamenti in valuta è stato caratterizzato nel corso del 1970 da una fase ascendente fino ai mesi estivi, e da una decrescente nella seconda metà dell'anno, in relazione alla contrazione dei tassi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro. I finanziamenti ai clienti più sicuri sono avvenuti inizialmente ai tassi del 7 e dell'8 per cento per le denominazioni, rispettivamente, in franchi svizzeri e in dollari: i tassi sono successivamente saliti fino a toccare punte massime dell'8,75 e del 9,50 per cento, per portarsi a fine anno su livelli dell'8,50 e del 9 per cento.

Quanto all'andamento dei diversi gruppi di aziende di credito, si nota come la tendenza al rallentamento dello sviluppo degli impieghi sia la risultante della riduzione del tasso d'incremento di quelli delle banche (dal 14,8 per cento nel 1969 al 12,4 nel 1970) e di una modesta accelerazione dello sviluppo di quelli delle casse di risparmio (dal 14,9 al 15,3 per cento). Gli istituti di categoria, che rappresentavano il 2,6 per cento degli impieghi complessivi alla fine del 1969, hanno fatto registrare un aumento del 51,2 per cento (rispetto al 25,6 del 1969).

**FINANZIAMENTI IN VALUTA DELLE AZIENDE DI CREDITO
ALLA CLIENTELA RESIDENTE**

(miliardi di lire)

Valute	1968	1969	1970			
			marzo	giugno	settembre	dicembre
<i>Consistenze di fine periodo in miliardi di lire</i>						
Dollari	188,4	244,5	318,7	449,4	420,5	482,6
Franchi svizzeri	689,4	815,8	568,0	532,4	580,2	730,7
Sterline	3,5	2,4	2,2	1,9	1,7	1,9
Marchi tedeschi	148,7	78,4	48,1	15,8	21,1	31,7
Franchi francesi	4,2	1,4	1,2	1,3	1,1	1,3
Fiorini olandesi	10,0	9,9	54,3	26,6	11,5	12,4
Altre valute	27,2	2,0	2,1	2,5	2,4	2,3
Totale . . .	1.071,4	1.154,4	994,6	1.029,9	1.038,5	1.262,9
<i>di cui:</i>						
finanziamenti all'esportazione	159,3	202,1	179,9	191,8	223,2	256,3
<i>Composizione percentuale</i>						
Dollari	17,6	21,2	32,1	43,6	40,5	38,2
Franchi svizzeri	64,4	70,7	57,1	51,7	55,9	57,9
Sterline	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Marchi tedeschi	13,9	6,8	4,8	1,5	2,0	2,5
Franchi francesi	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fiorini olandesi	0,9	0,8	5,5	2,6	1,1	1,0
Altre valute	2,5	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

L'andamento diverso tra le banche e le casse e tra i vari gruppi dimensionali può essere chiarito facendo riferimento all'evoluzione della provvista (tav. a 60).

I finanziamenti BI-UIC hanno fatto registrare un forte calo (— 45,3 per cento), concentrato nel comparto delle banche (— 48,6). Sia tra le banche, sia tra le casse, sono state quelle di maggiori dimensioni ad avere i più forti decrementi o i minori incrementi.

I depositi sono affluiti in misura maggiore alle banche più grandi. Pertanto, mentre l'andamento dei finanziamenti BI-UIC ha avuto effetti riduttivi sulla loro offerta di impieghi, i depositi hanno agito in senso opposto, ma non hanno compensato la riduzione di tali finanziamenti. Ne è risultata una espansione degli impieghi via via più forte passando dalle maggiori banche alle minori, con l'unica eccezione del gruppo delle piccole banche, le quali, pur avendo avuto incrementi dei depositi e dei finanziamenti BI-UIC superiori a quelli dei gruppi contigui (« medie » e « minori » banche), hanno mostrato un minore sviluppo degli impieghi.

Il tasso di crescita dei depositi presso le casse di risparmio non ha presentato una netta correlazione con le dimensioni delle stesse. Tuttavia, anche in questo comparto vi è un solo gruppo di aziende (le maggiori e grandi) per le quali l'incremento degli impieghi non appare connesso alle menzionate forme di provvista. Presumibilmente in conseguenza di una pressione della domanda e del ridotto

collocamento di titoli, l'espansione degli impieghi è risultata relativamente elevata in termini percentuali, pur accompagnandosi ai più bassi tassi di sviluppo dei depositi e dei finanziamenti BI-UIC.

Il flusso degli impieghi effettuati nel 1970 si è soprattutto rivolto al settore pubblico (1.350 miliardi, 29 per cento) (tav. 91).

All'interno di questo settore, è stata particolarmente intensa la crescita degli impieghi a favore delle imprese pubbliche (661 miliardi, 39 per cento), e anche delle aziende autonome, che nel 1969 avevano effettuato rimborsi relativamente cospicui. Gli impieghi al settore pri-

TAV. 91

IMPIEGHI E DEPOSITI DELLE AZIENDE DI CREDITO PER CATEGORIE DI CLIENTI
(miliardi di lire)

Categorie di clienti	Variazioni assolute						Variazioni percentuali			
	Impieghi		Depositi		Esposizione netta		Impieghi		Depositi	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
SETTORE PUBBLICO . . .	557,0	1.350,1	286,6	470,4	270,4	879,7	13,6	29,0	10,5	15,6
enti territoriali	311,3	481,0	144,4	80,6	166,9	561,6	21,8	27,6	30,3	-13,0
aziende autonome . .	53,5	76,3	6,1	4,4	47,4	80,7	-85,7	857,3	-22,0	-20,4
istituti di previdenza .	37,1	38,5	52,3	86,2	89,4	47,7	22,9	19,3	-13,3	25,3
altri enti pubblici . .	126,6	93,2	81,5	549,0	45,1	455,8	14,4	9,2	5,0	32,1
imprese pubbliche . .	135,5	661,1	119,1	79,8	16,4	740,9	8,7	39,0	59,4	-25,0
SETTORE PRIVATO	2.556,7	1.972,4	3.378,7	5.090,3	822,0	3.117,9	15,5	10,3	12,0	16,2
principali società . . .	514,4	855,2	12,6	206,2	527,0	1.061,4	16,9	24,0	1,4	-22,5
altre imprese e famiglie	2.042,3	1.117,2	3.391,3	5.296,5	1.349,0	4.179,3	15,2	7,2	12,5	17,3
di cui: famiglie (1) . .	144,7	323,9	2.169,0	3.640,0	2.024,3	3.316,1	7,3	15,3	13,7	20,3
TOTALE . . .	3.113,7	3.322,5	3.665,3	5.560,7	551,6	2.238,2	15,1	14,0	11,9	16,1

(1) Dati stimati.

vato sono aumentati di 1.972 miliardi (10,3 per cento); nel 1969 l'incremento era stato molto più elevato (2.557 miliardi, 15,5 per cento). All'interno del settore, la crescita degli impieghi a favore delle principali società (24 per cento) appare nettamente più rapida di quella relativa alle altre imprese ed alle famiglie (7,2 per cento).

Il saggio di espansione dei depositi del settore pubblico, pur risultando più elevato di quello dell'anno precedente (15,6 per cento, rispetto a 10,5 per cento), è stato inferiore a quello degli impieghi. La posizione debitoria netta del settore nei confronti del sistema bancario, già in aumento nel 1969, si è quindi ulteriormente accresciuta di 880 miliardi. Particolarmente rilevanti appaiono gli incre-

menti dei debiti netti degli enti territoriali (562 miliardi) e delle imprese pubbliche (741 miliardi), i cui depositi in particolare registrano una diminuzione.

L'aumento della posizione creditoria netta del settore privato (3.118 miliardi) è la risultante di una maggiore esposizione netta delle principali società (1.061 miliardi) e di un accreditamento ancor più accentuato delle famiglie e delle altre imprese (4.179 miliardi).

Il maggior afflusso di impieghi alle principali società private — che conferma le indicazioni in precedenza desunte dall'esame dei dati della Centrale dei rischi relativi alle varie classi di grandezza del credito accordato — e la più rapida crescita di quelli al settore pubblico rispetto all'intero settore privato derivano dal razionamento cui il sistema bancario ha fatto ricorso soprattutto nei confronti dei clienti meno sicuri. E' infatti da ritenere che i prestiti al settore pubblico comportino in media un grado di rischio minore di quello che caratterizza gli impieghi a favore delle imprese private.

Le tendenze ora delineate sono confermate anche dai dati della Centrale dei rischi relativi agli incrementi dei crediti accordati ai vari gruppi di unità economiche nella prima metà del 1970 (periodo in cui è più probabile l'esistenza del razionamento) confrontati con i dati analoghi relativi alla prima metà del 1969 (in cui non era ancora iniziato il rallentamento nello sviluppo del credito bancario complessivo). In particolare, il saggio d'incremento del credito accordato nel primo semestre del 1970 è, rispetto a quello del medesimo periodo dell'anno precedente, più elevato per le imprese pubbliche (4,5 per cento, rispetto a — 4,1 per cento) e per gli enti della Pubblica Amministrazione (11,7 contro 4,6 per cento); esso è, invece, meno elevato per l'insieme delle unità produttive private (3,4 contro 7,3 per cento). All'interno del settore privato la flessione del saggio di sviluppo dell'accordato è stata minore per le grandi società (4,5 contro 5,7 per cento) che per le altre imprese organizzate in forma societaria (3,7 contro 8,6 per cento), mentre, tra le imprese individuali, i fidi concessi alle principali sono cresciuti più rapidamente (15,2 contro 0,6 per cento) e quelli relativi alle rimanenti, che nel primo semestre del 1969 erano aumentati del 12,8 per cento, sono rimasti invariati.

Dalla distribuzione dei nuovi impieghi effettuati nel 1970 tra i vari rami di attività economica (tav. 92) risulta che il ricorso al sistema bancario si è sviluppato con intensità nettamente superiore alla media (15,6 per cento), oltre che nelle attività non commerciali di interesse generale (27,7 per cento), nella meccanica (21,7), chimica (44,9), gomma (42,9), oli minerali (22,7), elettricità, gas e acqua (73,5). Nettamente inferiore alla media, invece, è stata la crescita degli impieghi relativi ai seguenti rami: costruzioni edilizie (9,9 per cento), lavorazione di minerali non metalliferi (11,4), legno e mobilio (5,9), tessili e abbigliamento (7,4), industrie alimentari (3,5), agricoltura (8,5). In questi settori, e specialmente nell'edilizia e rami ad essa collegati e nell'industria tessile, l'attività produttiva e di investimento si è svolta attraverso

IMPIEGHI DELLE AZIENDE DI CREDITO PER RAMI DI ATTIVITA' ECONOMICA (1)

(variazioni in miliardi di lire)

Rami di attività economica	Imprese pubbliche		Principali società private		Altre imprese, enti e famiglie		Totale	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
Attività non commerciali:								
d'interesse particolare	—	—	—	—	139,1	334,9	139,1	334,9
d'interesse generale	—	—	—	—	313,8	599,2	313,8	599,2
Attività finanz., assicur. e di previdenza	29,8	46,5	31,1	33,8	213,9	189,8	274,8	270,1
Servizi telefonici, telegrafici e postali . . .	- 4,7	12,9	—	—	3,2	13,5	- 1,5	26,4
Energia elettrica, gas e acqua	33,7	125,2	3,4	3,1	4,4	4,3	41,5	132,6
Trasporti	16,5	11,5	4,8	5,7	15,0	91,2	36,3	108,4
Turismo e servizi sociali	9,7	7,6	1,6	0,8	84,6	88,1	95,9	96,5
Altri servizi e commercio al minuto	5,0	2,4	- 4,0	- 0,6	103,9	159,6	104,9	161,4
Costruzioni edilizie	0,7	2,4	51,1	- 11,2	324,6	252,9	376,4	244,1
Opere pubbliche e di bonifica	- 5,7	38,6	103,5	18,5	37,6	24,7	135,4	81,8
Agricoltura	..	1,2	0,2	- 1,7	106,2	125,5	106,4	125,0
Industrie alimentari (2)	0,7	3,1	9,4	54,8	85,0	18,8	95,1	76,7
Industrie metalmeccaniche (2)	31,0	291,4	142,2	297,6	374,6	275,0	547,8	864,0
<i>metallurgia</i>	1,6	125,1	15,3	50,9	46,3	9,2	63,2	185,2
<i>meccanica</i>	29,4	166,3	126,9	246,7	328,3	265,8	484,6	678,8
Altre, manifatturiere ed estrattive (2) . . .	18,8	118,3	171,1	454,4	379,7	298,7	569,6	871,4
<i>legno e mobilio</i>	—	—	- 6,5	1,0	48,8	31,5	42,3	32,5
<i>miniere e cave</i>	0,1	1,6	4,7	- 7,6	13,6	28,5	18,4	22,5
<i>lavorazione minerali non metalliferi</i> . .	- 3,3	3,1	1,7	25,3	60,5	33,3	58,9	61,7
<i>oli minerali</i>	24,5	67,3	92,0	27,7	- 48,5	61,0	68,0	156,0
<i>chimica</i>	0,5	27,5	11,6	262,2	80,2	71,2	92,3	360,9
<i>gomma</i>	- 0,1	0,9	51,8	18,8	3,4	60,5	55,1	80,2
<i>pelli e calzature</i>	—	—	4,6	- 0,3	38,4	- 7,0	43,0	- 7,3
<i>tessili e abbigliamento</i>	- 5,6	- 0,1	- 1,7	79,4	122,3	17,2	115,0	96,5
<i>altre</i>	2,7	18,0	12,9	47,9	61,0	2,5	76,6	68,4
Totale . . .	135,5	661,1	514,4	855,2	2.185,6	2.476,2	2.835,5	3.992,5

(1) La serie degli impieghi bancari desunta dalla situazione dei conti (tav. 88) differisce da quella per rami di attività economica in quanto non comprende i rapporti interbancari e quelli con gli istituti speciali di credito, nonché il finanziamento ammassi obbligatori, gli effetti in viaggio o all'incasso presso corrispondenti e altre partite minori. — (2) Compreso il commercio all'ingrosso.

difficoltà di varia natura: il moderato sviluppo dei prestiti bancari può, quindi, essere attribuito anche ad una minore domanda. Peraltro, la prudenza con cui il sistema bancario ha concesso credito alla clientela privata rispetto alla pubblica, ed alle imprese di minori dimensioni rispetto alle grandi, può non essere estranea alla distribuzione per rami dei nuovi impieghi. Infatti, i rami che registrano un saggio di incremento degli impieghi superiore alla media sono quelli in cui anche la presenza delle imprese pubbliche e delle grandi unità produttive è superiore alla media, mentre nei rami i cui impieghi sono cresciuti più lentamente tale presenza è meno apprezzabile. Ciò è confermato dagli stessi dati al 31 dicembre 1970. Da essi risulta, infatti, che la quota degli impieghi complessivi relativi alle principali imprese pubbliche era pari all' 8 per cento, e quella relativa alle principali imprese private al 15 per cento. La partecipazione della impresa pubblica e della grande impresa privata agli impieghi nei rami sopra elencati per i quali il flusso dei prestiti bancari nel corso del 1970 eccede nettamente la media è invece molto più consistente (quote del 15,8 e del 33,4 per cento, rispettivamente), mentre risulta minore laddove gli impieghi sono cresciuti, nel 1970, meno della media (quote dell' 1 e del 13 per cento).

Titoli di proprietà. — In parte per l'azione di contenimento nell'offerta sul mercato di nuovi titoli attuata dalle autorità monetarie nella seconda metà del 1970 e, dal lato della domanda, per il persistere di timori di perdite in conto capitale nell'eventualità di disinvestimenti e per le ristrette condizioni di liquidità in cui il sistema bancario si è trovato ad operare per larga parte dell'anno, il portafoglio delle aziende di credito in titoli a lungo termine ha registrato, soprattutto per il comportamento delle casse di risparmio e degli istituti centrali di categoria, il minor incremento dell'ultimo quinquennio (802 miliardi contro 1.137 nel 1969), pari a poco più della metà di quello massimo del 1968. Anche i titoli azionari sono aumentati in misura assai contenuta (8 miliardi, contro 58 nel 1969) (tavv. 93 e a 65).

E' peraltro da considerare che le cifre sopra indicate accentuano la portata del rallentamento in quanto nel 1970 le aziende di credito hanno ridotto la valutazione di bilancio dei titoli di proprietà in misura nettamente superiore al 1969.

Il rallentamento ha interessato tutte le specie di titoli, ad eccezione delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare che sono aumentate in misura superiore al 1969 (588 miliardi, contro 414) prin-

TITOLI DI PROPRIETA' DELLE AZIENDE DI CREDITO

(valori di bilancio; variazioni in miliardi di lire)

Titoli	1967	1968	1969	1970	1967	1968	1969	1970
	<i>Banche</i>				<i>Casse di risparmio</i>			
Titoli a lungo termine . . .	642,1	1.173,8	378,1	615,5	322,0	446,4	457,6	338,6
di stato	105,4	432,6	121,0	- 41,1	1,5	24,6	15,5	2,8
per conto del Tesoro (1)	191,3	283,6	- 0,3	84,0	31,2	35,7	18,8	44,8
mobiliari	109,8	180,1	91,0	541,6	78,1	81,1	150,6	19,0
immobiliari	240,8	155,8	155,2	16,3	42,9	70,0	81,5	159,2
ENEL	- 7,9	77,3	28,4	- 5,6	155,1	239,0	213,4	99,3
ENI	- 7,1	3,1	- 2,6	- 1,3	10,3	- 10,7	- 13,7	20,2
IRI	- 1,8	1,1	- 9,3	10,8	- 11,2	- 15,3	- 11,5	- 7,6
esteri in lire	2,4	5,1	4,8	1,6	0,1	0,8	- 2,2	- 2,9
altri (2)	9,2	35,1	- 10,1	9,2	14,0	21,2	5,2	3,8
BOT	32,8	73,7	- 134,8	- 44,4	- 44,2	1,5	- 14,9	- 20,0
Azioni	9,7	- 5,2	58,5	8,6	—	0,1	0,2	- 0,2
Totale . . .	684,6	1.242,3	301,8	579,7	277,8	448,0	442,9	318,4
	<i>Istituti di categoria</i>				<i>Totale</i>			
Titoli a lungo termine . . .	36,1	- 69,8	301,0	- 151,8	1.000,2	1.550,4	1.136,7	802,3
di stato	33,2	14,5	- 24,8	0,8	140,1	471,7	111,7	- 37,5
per conto del Tesoro (1)	- 59,1	59,0	59,1	- 53,3	163,4	378,3	77,6	75,5
mobiliari	17,4	- 82,2	172,7	27,1	205,3	179,0	414,3	587,7
immobiliari	- 4,0	34,1	- 5,8	- 50,2	279,7	259,9	230,9	125,3
ENEL	58,6	- 71,5	- 0,1	- 24,2	205,8	244,8	241,7	69,5
ENI	- 23,5	- 5,6	91,4	- 41,8	- 20,3	- 13,2	75,1	- 22,9
IRI	1,2	- 7,0	- 0,7	- 0,3	- 11,8	- 21,2	- 21,5	2,9
esteri in lire	0,4	—	—	—	2,9	5,9	2,6	- 1,3
altri (2)	11,9	- 11,1	9,2	- 9,9	35,1	45,2	4,3	3,1
BOT	- 0,6	—	—	—	- 12,0	75,2	- 149,7	- 64,4
Azioni	- 4,8	- 3,7	- 0,8	- 0,1	4,9	- 8,8	57,9	8,3
Totale . . .	30,7	- 73,5	300,2	- 151,9	993,1	1.616,8	1.044,9	746,2

(1) Obbligazioni emesse dal CREDIOP per conto del Tesoro e delle aziende autonome statali.

(2) Obbligazioni industriali, di enti territoriali e « Autostrade ».

cialmente per effetto dei noti provvedimenti del settembre in materia di riserva obbligatoria; per i titoli di stato e le obbligazioni dell'ENI si sono avuti disinvestimenti (rispettivamente 38 e 23 miliardi).

Quanto all'andamento nel corso dell'anno, nel primo trimestre, durante il quale le emissioni nette complessive sono state di entità pressoché uguale a quelle dello stesso periodo del 1969, le aziende di credito, soprattutto per effetto della ridotta disponibilità di riserve, hanno effettuato investimenti in titoli a lunga per un importo inferiore

di 77 miliardi; nel semestre successivo hanno continuato ad acquistare titoli in misura più contenuta rispetto al 1969: tra giugno e settembre, in particolare, l'incremento del loro portafoglio è stato di soli 92 miliardi (426 nel 1969), ma si tratta del periodo nel quale le emissioni lorde sono state inferiori ai rimborsi. Gli acquisti hanno segnato una netta ripresa nel quarto trimestre (364 miliardi, contro 237 nel 1969) indirizzandosi soprattutto verso i titoli mobiliari (342 miliardi) che, in forza della ricordata autorizzazione concessa alle aziende di credito in settembre, potevano essere depositati a riserva obbligatoria in luogo di contante e BOT già versati.

I nuovi investimenti in titoli a lungo termine, sono stati effettuati per oltre tre quarti (616 miliardi) dalle banche, che nel 1969 avevano partecipato solo per un terzo al flusso complessivo; vi hanno contribuito sia il più elevato utilizzo di titoli a lunga per riserva obbligatoria (309 miliardi, contro 173 nel 1969) sia, per quanto riguarda gli investimenti autonomi, cioè al netto della quota depositata a riserva obbligatoria e cauzione assegni (307 miliardi, contro 206; tav. a 71), la divergente evoluzione dei depositi e degli impieghi (accelerazione per i primi, rallentamento per i secondi). Ben maggiore (616 miliardi) è stato l'aumento del portafoglio titoli disponibili che era diminuito di 149 miliardi nel 1969; l'opposta evoluzione del ricorso alla Banca centrale ha infatti comportato una notevole diminuzione dei titoli impegnati a garanzia di anticipazioni che, nel 1969, erano invece aumentati più degli investimenti autonomi.

L'andamento riscontrato per la categoria « banche » è stato essenzialmente determinato dal gruppo delle « maggiori e grandi » che nell'anno ha aumentato di 468 miliardi il proprio portafoglio a reddito fisso (218 nel 1969). Negli altri gruppi di banche, mentre le « medie » hanno aumentato, sia pure in misura limitata, i loro investimenti, le « piccole e minori » li hanno ridotti; entrambi i gruppi hanno destinato i tre quarti dei nuovi investimenti a fini di riserva obbligatoria.

A differenza delle banche, le casse di risparmio hanno effettuato nel 1970 investimenti in titoli a lungo termine per un importo inferiore di circa 120 miliardi a quello dell'anno precedente (339 miliardi, rispetto a 458). Il rallentamento ha interessato i titoli emessi dagli istituti speciali e dalle imprese pubbliche e, per quanto riguarda le forme di utilizzo, gli investimenti autonomi: in particolare l'aumento dei titoli disponibili è stato di oltre 100 miliardi inferiore a quello del 1969.

Tutti i gruppi di casse, ad eccezione delle « medie », hanno ridotto in misura consistente gli acquisti di titoli a reddito fisso, in particolare le « piccole e minori » (142 miliardi, rispetto a 217).

Mentre per le « maggiori e grandi casse » tale andamento è da attribuire essenzialmente alla notevole accelerazione del ritmo di sviluppo degli impieghi ordinari, che nel 1970 ha superato quello dei depositi, per le « piccole e minori » esso è invece da ricollegare al rilevante aumento dei depositi netti presso gli istituti di categoria (164 miliardi, contro una diminuzione di 52 nel 1969; tav. a 72).

Gli istituti centrali di categoria, infine, che hanno notevolmente sviluppato gli impieghi in presenza di una flessione della raccolta, hanno effettuato rilevanti disinvestimenti (152 miliardi, contro acquisti per 301 nell'anno precedente).

I titoli a breve termine posseduti dalle aziende di credito si sono ridotti, nel 1970, di 64 miliardi (150 nel 1969); la diminuzione ha interessato sia i BOT per riserva obbligatoria (14 miliardi) sia quelli per investimenti liberi. Nel 1969, invece, la flessione aveva riguardato esclusivamente questi ultimi (215 miliardi), mentre la riserva obbligatoria in BOT aveva registrato un aumento di 65 miliardi.

Per quanto riguarda i BOT per investimenti liberi (ridottisi di 50 miliardi), è da sottolineare che nell'anno, in presenza della nota situazione di scarsa liquidità, le aziende di credito hanno sottoscritto solo 28 miliardi su 200 emessi, pur essendo stato elevato al 6,50 per cento il tasso base di emissione. Nelle operazioni con la Banca d'Italia, nel 1970 hanno invece prevalso gli acquisti (52 miliardi netti), mentre nell'anno precedente si erano avute vendite nette (98 miliardi); gli acquisti hanno avuto luogo in genere nei mesi in cui si è avuta la maggiore concentrazione dei rimborsi. Assai ridotte sono infine risultate le operazioni con i privati (vendite per 4 miliardi, contro 32 nel 1969). Nel complesso, alla fine del 1970 la consistenza dei BOT per investimenti liberi nel portafoglio delle aziende di credito era pari a 58 miliardi, rispetto a 277 alla fine dell'aprile 1969, cioè immediatamente prima dell'introduzione della nuova disciplina in materia di emissione e di negoziazione di tali titoli da parte della Banca d'Italia.

Nei primi mesi del 1971, data la situazione di abbondante liquidità, le aziende di credito hanno nuovamente mostrato interesse all'acquisto dei BOT sottoscrivendo integralmente le nuove emissioni, effettuate in marzo e maggio, a tassi inferiori di mezzo punto a quelli base di emissione pari, rispettivamente, al 6 e al 5,75 per cento nei due mesi.

Depositi di clienti. — Alla fine del 1970 i depositi bancari hanno raggiunto i 40.019 miliardi, con un aumento, nell'anno, di 5.561 miliardi, pari ad un incremento relativo del 16,1 per cento, il più alto dell'ultimo quinquennio (tavv. 88 e a 66).

Nella prima metà dell'anno il ritmo di crescita è stato analogo a quello del corrispondente periodo del 1969, ma più rapido di quello registrato nella seconda metà di quell'anno (fig. 44); dati destagionalizzati); successivamente, e in particolare nel quarto trimestre, si è avuta una ulteriore sensibile accelerazione che ha comportato, nell'anno, un aumento percentuale superiore di 4,2 punti a quello del 1969.

Nel solo mese di dicembre 1970 i depositi bancari sono aumentati, sulla base dei dati grezzi, di 2.359 miliardi, oltre 1.000 più dello stesso mese del 1969. Tale maggiore aumento è da attribuire in parte alla capitalizzazione degli interessi effettuata a fine anno che, per l'ascesa dei tassi passivi, ha assunto nel 1970 particolare rilevanza.

Il descritto andamento dei depositi bancari è stato fortemente condizionato nella prima metà dell'anno dalla scarsa disponibilità di riserve delle aziende di credito, che ha impedito un più rapido sviluppo del credito; nel periodo successivo hanno assunto preminenza le scelte del pubblico in materia di composizione del proprio portafoglio e le forme in cui si è realizzato il processo di creazione della base monetaria.

L'effetto di contenimento dell'attività di creazione di credito bancario nella prima metà del 1970 è stato almeno in parte attenuato dall'utilizzo in misura superiore al normale delle riserve libere disponibili: l'espansione dei crediti bancari così conseguita ha determinato un aumento « indotto » dei depositi, che nel primo semestre sono cresciuti di 1.134 miliardi (934 nei primi 6 mesi del 1969).

Tale comportamento, evidenziato dalla progressiva riduzione del rapporto liquidità-depositi dal 3,2 per cento nel dicembre 1969 al 2,2 per cento in maggio, valore minimo dell'ultimo decennio, si è riflesso in una riduzione del divario tra l'ammontare potenziale dei depositi che le aziende di credito avrebbero potuto determinare qualora avessero utilizzato per intero la liquidità disponibile, e quello effettivo (fig. 45). Tra il dicembre 1969 e lo stesso mese dello scorso anno i depositi effettivi sono passati dall'82 all'88 per cento del volume potenziale.

Nello stesso periodo i tassi passivi hanno manifestato una accentuata tendenza al rialzo. Il movimento ha preso l'avvio dalle aziende di maggiore dimensione per le quali è più forte l'effetto di riduzione dei depositi connesso al disavanzo dei conti con l'estero e che, dipendendo in larga misura dal credito della Banca centrale, hanno risentito con

maggiore immediatezza ed intensità dell'azione di contenimento da questa perseguita. Al fine di non veder ridurre la loro quota di intermediazione, esse hanno tentato di ampliare sia la raccolta ordinaria sia quella interbancaria attraverso l'offerta di tassi più alti, diffondendo per questa via all'intero sistema la spinta al rialzo dei tassi passivi. Sulla base dei dati di conto economico forniti dalle aziende di credito, il costo unitario dei depositi bancari è aumentato nel 1970 di 74 centesimi di punto, contro 17 nel corso del 1969.

All'espansione dei depositi nella seconda metà dell'anno ha concorso in misura determinante la circostanza che la rilevante immissione di base monetaria è avvenuta attraverso il finanziamento del saldo attivo della bilancia dei pagamenti e del disavanzo del Tesoro, cioè attraverso canali che alimentano in via diretta la raccolta bancaria. Inoltre, la maggiore remunerazione dei depositi bancari rispetto a quelli postali e la ridotta offerta di titoli a lungo termine hanno avuto l'effetto di indirizzare un più ampio flusso di disponibilità liquide verso il sistema bancario. Anche escludendo il sensibile aumento di dicembre, l'incremento dei depositi bancari nella seconda metà del 1970 è risultato sensibilmente superiore a quello registrato nello stesso periodo del 1969 (2.068 miliardi, contro 1.447). Con i fondi ricevuti tramite i depositi le aziende, durante tale periodo, hanno ridotto il proprio indebitamento verso la Banca d'Italia e ricostituito più adeguati margini di liquidità.

Nonostante l'aumento delle riserve libere (oltre 700 miliardi negli ultimi 7 mesi del 1970) il divario tra depositi potenziali ed effettivi ha mostrato una ulteriore diminuzione a causa dello sfasamento tra il momento in cui la base monetaria affluisce al sistema bancario e quello in cui essa esplica interamente il suo effetto di moltiplicazione dei depositi. In particolare, si deve sottolineare che il richiamato aumento della liquidità bancaria si è concentrato per oltre due quinti nell'ultimo bimestre; di conseguenza, i suoi effetti si manifesteranno solo nel corso del 1971.

Durante l'anno si è verificato uno spostamento di ampie proporzioni nella composizione della raccolta bancaria a favore dei conti correnti, aumentati di 6.079 miliardi, cioè a un tasso del 34,5 per cento, mentre i depositi a risparmio si sono ridotti di 519 miliardi e del 3,1 per cento. Pertanto i conti correnti, che a fine 1969 rappresentavano poco più della metà dei depositi amministrati dalle aziende di credito (51 per cento), hanno raggiunto, a fine 1970, il 59 per cento.

La tendenza, già manifestatasi negli anni precedenti, ad ampliare questa forma di raccolta per il minore gravame fiscale e per la possibilità che essa offre di sviluppare la prestazione di servizi collaterali alla normale attività di intermediazione, si è accentuata nel 1970 quando le aziende di maggior dimensione, la cui raccolta è costituita essenzialmente da conti correnti, hanno esercitato, per i motivi già ricordati, una forte azione di concorrenza per l'acquisizione di nuovi depositi. I tassi relativi ai conti correnti hanno così superato quelli dei depositi a risparmio; il divario, confermato nell'accordo sui tassi passivi raggiunto nel 1970, tuttora persiste, anche se ridotto dalle più recenti variazioni apportate all'accordo stesso.

All'aumento della quota di mercato delle aziende di maggiore dimensione ha concorso anche la circostanza che la base monetaria, originata in misura maggiore dell'anno precedente dalla bilancia dei pagamenti e dal Tesoro, si è immediatamente riflessa, come di solito avviene, nei conti correnti intrattenuti presso queste aziende.

Lo spostamento dai depositi a risparmio verso i conti correnti si è avuto anche nei rimanenti gruppi di aziende.

Le « maggiori banche » hanno registrato il più elevato tasso di sviluppo dei depositi (19,8 per cento, contro il 9,8 nel 1969), avendo concentrato il 36 per cento dell'incremento totale del 1970. Anche gli altri gruppi di banche hanno segnato notevoli progressi, ad eccezione delle « minori » le quali, mentre nel 1969 avevano aumentato i loro depositi in misura relativamente superiore a tutte le altre banche, nel 1970 hanno registrato un lieve rallentamento, situandosi all'ultimo posto della graduatoria. Per le casse di risparmio, che nel complesso hanno sviluppato la raccolta ad un tasso inferiore a quello delle banche (13,8 per cento, rispetto al 17,3) il rallentamento si è concentrato nei gruppi delle « piccole » e « minori », che nel 1969 avevano registrato i progressi più consistenti. Le « maggiori e grandi » e le « medie » casse di risparmio hanno invece sensibilmente accentuato il tasso di sviluppo dei depositi.

Per quanto si riferisce alla composizione della raccolta, lo spostamento verso i conti correnti è avvenuto principalmente nelle aziende di maggiori dimensioni. In particolare, le « maggiori banche » hanno elevato dal 73 all'81 per cento la quota dei depositi costituita da conti correnti: è pure da rilevare che l'80 per cento della contrazione dei depositi a risparmio nel periodo in esame si è concentrata presso questo gruppo di banche. Solo le « medie », « piccole » e « minori » banche non hanno registrato diminuzioni dei depositi a risparmio, ma li hanno anzi aumentati di 294 miliardi; anche per queste aziende tuttavia la composizione della nuova raccolta si è nettamente spostata a favore dei conti correnti.

Il descritto fenomeno del maggior aumento relativo della raccolta in conto corrente suggerisce alcune considerazioni circa gli effetti che ne derivano sulle possibilità di sviluppo dell'attività di intermediazione e sui ricavi aziendali.

Circa il primo aspetto, la diversa regolamentazione della riserva obbligatoria per i conti correnti rispetto ai depositi a risparmio, benché non comporti differenze dal punto di vista dell'assorbimento della liquidità per la singola azienda, determina, per il sistema nel suo complesso, un utilizzo di base monetaria pari approssimativamente al 22,5 per cento dell'incremento dei depositi in conto corrente, che non ha luogo nel caso dei depositi a risparmio. Nella prima metà del 1970, per le ragioni ora indicate, lo spostamento verso i conti correnti ha causato una pressione sulla liquidità bancaria addizionale a quella derivante dalla politica di regolazione della creazione di base monetaria.

Sui ricavi aziendali il maggiore sviluppo dei conti correnti esercita un effetto di contenimento, poiché il rendimento della riserva costituita a fronte di tali depositi è inferiore, nonostante l'aumento introdotto nello scorso ottobre, a quello della riserva a fronte dei depositi a risparmio.

Le precedenti considerazioni non valgono per le casse di risparmio che versano in titoli a lungo termine anche la riserva dovuta a fronte dei depositi in conto corrente. Ciò in parte spiega perché esse abbiano registrato un più consistente incremento dei conti correnti (50 per cento, rispetto al 32 per le banche) e una maggior contrazione dei depositi a risparmio (— 3,7 rispetto a — 2,7 per cento). A fine anno i conti correnti rappresentavano per le casse di risparmio il 43 per cento del totale dei depositi amministrati, con un aumento di oltre 10 punti rispetto alla fine del 1969 (7 punti per le banche).

A cominciare dalla metà dell'anno, per la migliorata situazione di liquidità del sistema, si è manifestata una tendenza progressivamente discendente dei tassi passivi, che ha posto le premesse per il ripristino di un accordo interbancario in materia.

Da una rilevazione istituita lo scorso anno dalla Banca d'Italia relativa ad un campione ristretto di aziende ed a depositi di importo superiore a 20 milioni risulta che il tasso medio dei depositi, che nel secondo trimestre era pari al 6,71 per cento, si è via via ridotto, dapprima in misura contenuta (6,49 per cento nel terzo trimestre) e quindi in modo più deciso (5,54 per cento negli ultimi 3 mesi del 1970; tav. 89).

In agosto, le aziende di maggior dimensione hanno raggiunto un primo accordo sui tassi passivi che ha fissato limiti massimi per i depositi con più elevata giacenza media, lasciando libera la remunerazione dei

conti di minore ammontare. Siffatto criterio, soddisfacente per le aziende promotrici, non è stato ritenuto tale da quelle di minore dimensione che sarebbero rimaste esposte alla concorrenza delle grandi nella raccolta dei depositi di modesto ammontare che, per esse, rappresentano una elevata percentuale dei fondi amministrati. Un accordo più articolato è entrato in vigore all'inizio del 1971; esso, tenendo conto delle esigenze delle aziende minori, prevede una suddivisione dei depositi per classi di importo e fissa per ciascuna classe i tassi massimi applicabili. Successivi ritocchi al livello dei tassi dell'accordo sono stati apportati nel febbraio e nell'aprile del corrente anno.

Aggiustamento della posizione di liquidità. — L'aumento delle riserve libere (liquidità) delle aziende di credito quale risulta dal raffronto dei dati di fine anno (176 miliardi, al netto del margine disponibile; tav. 94) non riflette l'evoluzione del processo di adeguamento dell'attività bancaria alle condizioni del mercato caratterizzate, nel corso dell'anno, da inversioni di tendenza di ampia portata. La liquidità bancaria infatti, mentre nella prima parte dell'anno ha assorbito per intero l'effetto della politica di regolazione della base monetaria, ha rispecchiato solo parzialmente l'abbondanza di mezzi liquidi affluiti alle aziende di credito negli ultimi mesi, avendo queste utilizzato gran parte di tali mezzi per ridurre l'esposizione verso la Banca centrale. Tenuto conto del conseguente aumento del margine disponibile, il rapporto riserve libere-depositi era, a fine anno, solo di mezzo punto superiore a quello di fine dicembre 1969 e alquanto inferiore a quello degli anni precedenti (tav. a 73), ma il rapporto tra i finanziamenti della Banca centrale e la provvista all'interno si era ridotto, nello stesso periodo, dal 7,1 al 3,5 per cento.

L'aumento della liquidità nell'anno si è concentrato, per le ragioni più volte richiamate, nel gruppo delle « maggiori banche » (145 miliardi su 176) che nel 1969 aveva partecipato per oltre i tre quarti alla diminuzione complessiva. Esse hanno registrato la più ampia escursione del rapporto liquidità-depositi che, disceso dal 7,8 al 4,6 per cento tra il dicembre 1968 e lo stesso mese del 1969, è risalito al 5,9 per cento alla fine del 1970 (dal 4,6 al 3,2 e al 3,7 per cento per l'intero sistema) (tav. a 73). Le « maggiori banche », che hanno sensibilmente accresciuto la loro partecipazione all'aumento complessivo della raccolta all'interno (dal 24 al 36 per cento) e ridotto quella relativa agli impieghi, hanno avuto un rilevante avanzo di tesoreria (raccolta all'interno al netto

**AGGIUSTAMENTO DELLA POSIZIONE DI LIQUIDITA'
DELLE AZIENDE DI CREDITO (1)**

(variazioni in miliardi di lire)

Fattori di variazione della liquidità	B A N C H E						CASSE DI RISPARMIO					ISTITUTI DI CATE- GORIA	TOTALE
	maggiori	grandi	medie	piccole	minori	Totale	maggiori e grandi	medie	piccole	minori	Totale		
	1 9 6 9												
Raccolta all'interno (2) .	944,1	533,7	460,9	314,7	410,1	2.663,5	314,8	191,9	442,7	216,2	1.165,6	96,5	3.925,6
Riserva obbligatoria (3)	191,8	85,3	64,5	30,2	42,0	413,8	3,5	2,9	3,5	0,1	10,0	0,4	403,4
Impieghi sull'interno . .	919,8	460,0	455,8	249,8	280,5	2.365,9	67,6	110,7	302,1	143,9	624,3	123,5	3.113,7
Investimenti in titoli (4)	104,9	84,1	62,9	45,5	67,7	365,1	185,6	77,4	155,1	66,4	484,5	301,3	1.150,9
Conti con istituti speciali	132,5	28,8	15,3	1,4	9,3	165,9	32,5	21,4	20,8	8,5	83,2	82,8	166,3
Conti interbancari	141,0	4,5	35,4	13,2	63,2	177,5	30,7	62,6	15,8	1,8	45,9	142,5	10,9
Operaz. con l'estero (5)	141,9	38,2	37,5	8,5	12,0	238,1	3,7	0,1	0,8	0,1	3,1	—	241,2
Crediti da BI-UIC (6) .	213,4	107,8	35,9	9,0	8,4	374,5	4,8	16,2	4,5	1,4	26,9	126,2	527,6
Altre partite (7)	65,1	40,5	3,5	0,3	12,3	90,1	11,3	62,7	9,7	5,6	58,7	23,2	172,0
Effetto netto (8)	-255,7	- 14,5	- 25,3	- 5,4	- 1,3	-302,2	- 0,9	1,5	- 2,6	2,8	0,8	0,4	-301,0
su liquidità: in lire (6)	- 89,9	- 1,6	- 2,9	- 1,0	1,5	- 93,9	0,4	1,9	- 2,7	2,8	2,4	0,4	- 91,1
in valuta	-165,8	- 12,9	- 22,4	- 4,4	- 2,8	-208,3	- 1,3	- 0,4	0,1	—	- 1,6	—	-209,9
Margine disponibile	1,4	11,9	- 9,9	- 3,1	0,9	1,2	- 5,9	- 5,1	- 2,1	- 0,5	- 13,6	- 12,7	- 25,1
	1 9 7 0												
Raccolta all'interno (2) .	2.084,7	858,5	626,6	444,8	458,0	4.472,6	377,6	262,0	470,4	224,1	1.334,1	57,2	5.749,5
Riserva obbligatoria (3)	438,1	143,2	96,6	57,1	68,0	803,0	10,6	2,6	6,3	0,8	20,3	0,5	782,2
Impieghi sull'interno . .	864,4	475,5	409,1	176,6	348,3	2.273,9	235,7	108,6	261,5	132,4	738,2	310,4	3.322,5
Investimenti in titoli (4)	123,6	80,8	44,0	48,8	22,5	319,7	127,2	71,2	96,9	47,0	342,3	150,7	511,3
Conti con istituti speciali	250,2	31,5	35,8	8,9	11,8	275,2	54,0	12,1	9,3	1,6	31,0	11,9	318,1
Conti interbancari	243,3	1,7	134,9	167,8	58,4	116,1	51,1	123,4	122,3	36,9	333,7	459,8	10,0
Operaz. con l'estero (5)	21,2	5,7	10,3	2,1	46,0	85,3	2,6	0,2	1,1	0,2	4,1	—	89,4
Crediti da BI-UIC (6) .	994,1	178,0	35,7	3,1	3,3	1.208,0	38,2	4,5	2,3	1,5	41,9	247,8	1.497,7
Altre partite (7)	34,2	42,5	51,4	2,9	4,9	51,9	10,7	53,9	12,5	5,2	71,9	1,1	122,7
Effetto netto (8)	145,0	- 0,6	3,8	5,7	10,4	164,3	3,3	- 1,1	2,6	0,5	5,3	6,4	176,0
su liquidità: in lire (6)	57,8	- 0,2	3,4	6,0	6,8	73,8	7,2	- 0,8	2,6	0,6	9,6	6,4	89,8
in valuta	87,2	- 0,4	0,4	- 0,3	3,6	90,5	- 3,9	- 0,3	—	- 0,1	- 4,3	—	86,2
Margine disponibile	105,3	35,1	20,1	5,6	8,2	174,3	3,4	4,6	6,0	5,6	19,6	18,4	212,3

(1) In corsivo le poste che agiscono in senso riduttivo (aumento di attività e diminuzione di passività). — (2) Depositi, conti in valuta di residenti, fondi di terzi in amministrazione, assegni circolari e patrimonio. — (3) In contante, BOT e titoli a lunga assimilati a base monetaria. Compresa la cauzione assegni. — (4) Esclusi BOT a riserva obbligatoria e a cauzione assegni e titoli a lunga assimilati a base monetaria. Compresa partecipazione. — (5) Escluse le valute convertibili in liquidità. — (6) Escluso il margine disponibile. — (7) Altre partite della situazione delle aziende di credito (tav. 88) esclusi gli assegni circolari. — (8) Espansivo (+) o riduttivo (-).

della riserva obbligatoria e degli impieghi sull'interno: 782 miliardi), contro un disavanzo nell'anno precedente (168 miliardi).

Diversamente da quanto avvenuto nel 1969, i rapporti interbancari e con gli istituti speciali hanno determinato per le « maggiori banche » un afflusso netto di fondi (494 miliardi); esse in particolare, attraverso i conti intrattenuti con le banche, le casse di risparmio e gli istituti speciali, hanno ricevuto un ammontare netto di fondi pari a 613 miliardi, mentre i rapporti con gli istituti centrali di categoria hanno dato luogo a un deflusso netto per 119 miliardi (tav. a 72).

Nel corso del 1970 i conti interbancari, che per le « maggiori banche » costituiscono strutturalmente una importante fonte di provvista, hanno presentato ampie oscillazioni che rispecchiano l'evoluzione della situazione di liquidità del mercato; in rapporto ai depositi, infatti, il saldo passivo dei conti interbancari, che già nel 1969 si era ridotto dall' 8,6 al 6,5 per cento, è risultato nella prima metà dell'anno, nonostante l'offerta di remunerazioni più elevate, alquanto inferiore al livello medio dell'ultimo quadriennio (tav. a 73). Successivamente esso è tornato a crescere (592 miliardi nel secondo semestre) raggiungendo, in dicembre, il 7,4 per cento dei depositi. Poiché, per il generalizzato indebolimento della domanda di credito, i tassi di interesse sui conti interbancari hanno mostrato tendenza a decrescere, le « maggiori banche » hanno trovato conveniente ampliare tale forma di provvista e utilizzare i fondi così ottenuti per ridurre l'indebitamento verso la Banca centrale, per esse maggiormente oneroso a causa del noto sistema di maggiorazioni del tasso ufficiale commisurato all'entità del ricorso; nel secondo semestre questo si è infatti ridotto di 813 miliardi (dal 7,8 all' 1,3 per cento della provvista all'interno).

Per effetto delle operazioni fin qui esaminate, degli investimenti autonomi in titoli (124 miliardi) e di altre operazioni di minore rilevanza, le « maggiori banche » hanno registrato un aumento di 58 miliardi nelle poste liquide in lire e di 87 nelle valute convertibili; se si considera anche la variazione del margine disponibile (105 miliardi), la loro liquidità ha presentato nel 1970 un aumento di 250 miliardi, ragguagliandosi, a fine anno, al 5,9 per cento dei depositi (4,6 a fine dicembre 1969).

Le « grandi », « medie » e « piccole » banche, al pari delle « maggiori », hanno registrato una rilevante espansione della raccolta all'interno cui si è contrapposto un rallentamento degli impieghi, particolarmente accentuato per le « piccole ». Tenuto conto anche dell'assorbi-

mento dovuto alla riserva obbligatoria, queste operazioni hanno originato un cospicuo avanzo di tesoreria: 240 miliardi per le « grandi », 121 per le « medie » e 211 per le « piccole », contro un disavanzo per i primi due gruppi ed un avanzo di importo assai più modesto per le « piccole » nel 1969.

Tutti i gruppi di banche ora considerati, come già si è detto, hanno seguito un comportamento uniforme per quanto riguarda gli investimenti in titoli, risultati di ammontare alquanto contenuto e in linea con l'andamento del 1969; diverso invece è stato l'utilizzo della quota residua dell'avanzo di tesoreria. Infatti, mentre le « grandi banche » hanno diminuito in misura rilevante la loro esposizione verso la Banca d'Italia (178 miliardi, rispetto ad un aumento di 108 nel 1969), riducendola nell'anno dal 6,5 al 2,9 per cento del totale della provvista, le « medie » e le « piccole » hanno aumentato sensibilmente il saldo attivo netto dei conti interbancari (nel complesso 303 miliardi, contro 22 nell'anno precedente). Questi ultimi due gruppi, pertanto, hanno registrato un forte aumento del rapporto tra il saldo dei conti interbancari e i depositi, che ha raggiunto il valore più alto dell'ultimo quadriennio (3,1 per cento per le « medie » e 13,7 per le « piccole »: tav. a 73).

In relazione al descritto andamento dei fattori di variazione della liquidità, le « grandi », « medie » e « piccole » banche non hanno sostanzialmente modificato, tra un dicembre e l'altro, la loro liquidità « di cassa ». Considerando anche l'effetto espansivo connesso alla ricostituzione del margine disponibile, il rapporto liquidità-depositi, che si era fortemente ridotto nella prima metà dell'anno, si è riportato, a dicembre, su un livello assai prossimo a quello di fine 1969 e, fatta eccezione per le « medie », in linea con quello di medio periodo.

Le « minori banche » hanno avuto invece nel 1970 un avanzo di tesoreria inferiore di oltre la metà a quello del 1969, principalmente per effetto della maggiore espansione degli impieghi sull'interno (348 miliardi, contro 281).

Anche per le casse di risparmio, come per le banche, l'avanzo di tesoreria è stato superiore a quello dell'anno precedente, per il combinato effetto di un maggiore sviluppo della raccolta all'interno rispetto agli impieghi e della sostituzione, nella riserva obbligatoria, di titoli a lungo termine in luogo dei BOT venuti a scadenza. Le casse hanno destinato agli investimenti in titoli poco più di un quarto della nuova raccolta all'interno (42 per cento nel 1969) ed hanno trasferito 334 miliardi al resto del sistema attraverso i conti interbancari, che nel 1969 invece avevano costituito per esse una fonte di provvista (46 miliardi).

Le « maggiori e grandi » casse di risparmio sono state le uniche a registrare una più contenuta eccedenza dei depositi rispetto agli impieghi e alla riserva obbligatoria, avendo sensibilmente sviluppato le operazioni di impiego (da 68 miliardi nel 1969 a 236 nel 1970). Gli altri gruppi, oltre a limitare, come le « maggiori e grandi », gli investimenti in titoli, hanno sviluppato gli impieghi in misura inferiore al 1969 e utilizzato gran parte dei mezzi liquidi disponibili per accrescere il loro saldo attivo nei rapporti interbancari.

Gli istituti centrali di categoria hanno ridotto di 57 miliardi (contro un aumento di 97 nel 1969) la raccolta all'interno ed aumentato in misura assai consistente gli impieghi (310 miliardi, contro 124). Il disavanzo così originatosi è stato compensato in parte con disinvestimenti di titoli (151 miliardi, contro acquisti per 301 nel 1969) e, soprattutto, con ricorso ai fondi interbancari (460 miliardi).

Conto economico. — Nel 1970 gli utili totali del sistema bancario, quali risultano dai dati analitici di conto economico trasmessi alla Banca d'Italia, sono stati di quasi 98 miliardi cioè dell' 11,3 per cento superiori a quelli dell'esercizio 1969. L'utile unitario riferito al totale dell'attivo (vedi nota metodologica in appendice) è invece sceso da 0,170 a 0,165 con un decremento, rispetto all'anno precedente, pressoché identico a quello registrato in ciascuno degli ultimi esercizi. La riduzione dell'utile unitario è avvenuta nonostante un notevole ampliamento del divario fra ricavi e costi specifici medi unitari relativi alle varie categorie di crediti. A ciò hanno concorso il costo unitario per il personale, che dopo cinque anni di ininterrotta diminuzione nel 1970 è sensibilmente cresciuto per la congiunta influenza degli aumenti di scala mobile e di quelli contrattuali e, come già nel 1969, un aumento dei costi generali « diversi ». La concentrazione di tale aumento nelle voci « ammortamenti e accantonamenti » e « perdite su titoli e cambi », unita alla notevole disparità di trattamento di queste ultime da parte di banche di grandi dimensioni che hanno portafogli titoli simili per ampiezza e composizione, inducono tuttavia a ritenere che le cifre dell'utile unitario abbiano solamente valore orientativo.

Le varie componenti di costo e di ricavo hanno concorso con andamenti diversi per le diverse categorie e gruppi di aziende di credito a determinare i risultati globali ora descritti.

Mentre il divario fra ricavi e costi specifici ed il costo per il personale sono aumentati per le casse di risparmio poco più che per le banche, solamente per queste ultime si è avuto un aumento dei costi generali « diversi ». La voce « altri ricavi » d'altra parte, stazionaria per il complesso del sistema, è aumentata per le banche e diminuita per le casse di risparmio. In termini unitari l'utile delle casse di risparmio è diminuito mentre è rimasto invariato quello delle banche.

Dal punto di vista delle dimensioni si nota che le « maggiori banche » sono l'unico gruppo di aziende di credito ad aver registrato un aumento dell'utile unitario, nonostante l'ampliamento del divario tra ricavi e costi medi dell'intermediazione sia stato, per esse, relativamente esiguo. Hanno contribuito all'andamento di questo gruppo il minore aumento del costo per il personale, e la quotazione ufficiale in borsa del titolo delle tre banche di interesse nazionale che può aver suggerito a queste una nuova politica dei dividendi. L'entità della riduzione dell'utile registrata per tutti gli altri gruppi di banche e di casse di risparmio non sembra sensibilmente correlata alle dimensioni aziendali (tav. 95).

CONTI ECONOMICI DELLE AZIENDE DI CREDITO PER GRUPPI DI AZIENDE

(costi, ricavi e utili unitari)

Indici	BANCHE					CASSE DI RISPARMIO				ISTITUTI DI CATEGO- RIA	TOTALE
	maggiori	grandi	medie	piccole e minori	Totale	maggiori e grandi	medie	piccole e minori	Totale		
1 9 6 8											
a) Costo specifico medio unitario . . di cui: Raccolta all'interno in lire	3,308 3,785	3,040 3,721	2,923 3,230	2,747 3,121	3,091 3,532	3,194 4,052	3,234 4,047	3,069 3,684	3,139 3,863	5,160 12,883	3,184 3,641
b) Costi generali unitari Per il personale Diversi	2,672 1,908 0,764	2,931 1,888 1,043	2,864 1,732 1,132	2,865 1,714 1,151	2,792 1,841 0,951	3,574 1,999 1,575	3,506 1,921 1,585	3,580 1,948 1,632	3,565 1,960 1,605	0,378 0,120 0,258	2,876 1,801 1,075
c) Costo complessivo unitario (a+b) UTILE UNITARIO DI ESERCIZIO . .	5,980 0,104	5,971 0,108	5,787 0,170	5,612 0,281	5,883 0,150	6,768 0,207	6,740 0,169	6,649 0,267	6,704 0,231	5,538 0,340	6,060 0,176
d) Ricavo specifico medio unitario . di cui: Impieghi sull'interno in lire	5,191 7,379	5,147 8,006	5,101 7,267	5,214 7,892	5,179 7,599	5,722 8,235	5,651 8,492	5,958 8,504	5,828 8,416	5,190 6,538	5,330 7,747
e) Altri ricavi unitari	0,893	0,932	0,856	0,679	0,854	1,253	1,258	0,958	1,107	0,688	0,906
f) Ricavo comples. unitario (d+e)	6,084	6,079	5,957	5,893	6,033	6,975	6,909	6,916	6,935	5,878	6,236
1 9 6 9											
a) Costo specifico medio unitario . . di cui: Raccolta all'interno in lire	3,739 3,942	3,210 3,911	3,217 3,492	2,950 3,315	3,410 3,715	3,229 4,058	3,316 4,153	3,140 3,776	3,199 3,928	5,303 13,938	3,430 3,810
b) Costi generali unitari Per il personale Diversi	2,555 1,717 0,838	3,032 1,754 1,278	2,776 1,621 1,155	2,874 1,612 1,262	2,739 1,690 1,049	3,297 1,968 1,329	3,637 1,943 1,694	3,519 1,805 1,714	3,467 1,882 1,585	0,413 0,123 0,290	2,821 1,677 1,144
c) Costo complessivo unitario (a+b) UTILE UNITARIO DI ESERCIZIO . .	6,294 0,095	6,242 0,118	5,993 0,164	5,824 0,270	6,149 0,144	6,526 0,181	6,953 0,164	6,659 0,251	6,666 0,214	5,716 0,424	6,251 0,170
d) Ricavo specifico medio unitario . di cui: Impieghi sull'interno in lire	5,569 7,721	5,412 8,369	5,351 7,572	5,419 8,083	5,478 7,897	5,802 8,828	5,775 8,748	6,020 8,548	5,910 8,670	5,505 7,565	5,577 8,059
e) Altri ricavi unitari	0,820	0,948	0,806	0,675	0,815	0,905	1,342	0,890	0,970	0,635	0,844
f) Ricavo comples. unitario (d+e)	6,389	6,360	6,157	6,094	6,293	6,707	7,117	6,910	6,880	6,140	6,421
1 9 7 0											
a) Costo specifico medio unitario . . di cui: Raccolta all'interno in lire	4,136 5,013	3,973 4,850	3,991 4,219	3,493 3,838	3,964 4,575	3,459 4,470	3,756 4,761	3,459 4,214	3,509 4,387	6,566 17,294	3,953 4,552
b) Costi generali unitari Per il personale Diversi	2,613 1,785 0,828	3,345 1,972 1,373	3,011 1,789 1,222	3,144 1,772 1,372	2,938 1,817 1,121	3,252 2,133 1,119	3,774 1,947 1,827	3,783 1,977 1,805	3,608 2,024 1,584	0,469 0,126 0,343	3,003 1,804 1,199
c) Costo complessivo unitario (a+b) UTILE UNITARIO DI ESERCIZIO . .	6,749 0,105	7,318 0,108	7,002 0,157	6,637 0,267	6,902 0,145	6,711 0,157	7,530 0,156	7,242 0,232	7,117 0,195	7,035 0,408	6,956 0,165
d) Ricavo specifico medio unitario . di cui: Impieghi sull'interno in lire	6,070 9,604	6,364 10,050	6,367 9,160	6,228 9,422	6,204 9,590	6,111 9,616	6,355 9,925	6,607 9,513	6,404 9,613	7,018 9,083	6,278 9,579
e) Altri ricavi unitari	0,784	1,062	0,792	0,676	0,843	0,757	1,331	0,867	0,908	0,425	0,843
f) Ricavo comples. unitario (d+e)	6,854	7,426	7,159	6,904	7,047	6,868	7,686	7,474	7,312	7,443	7,121

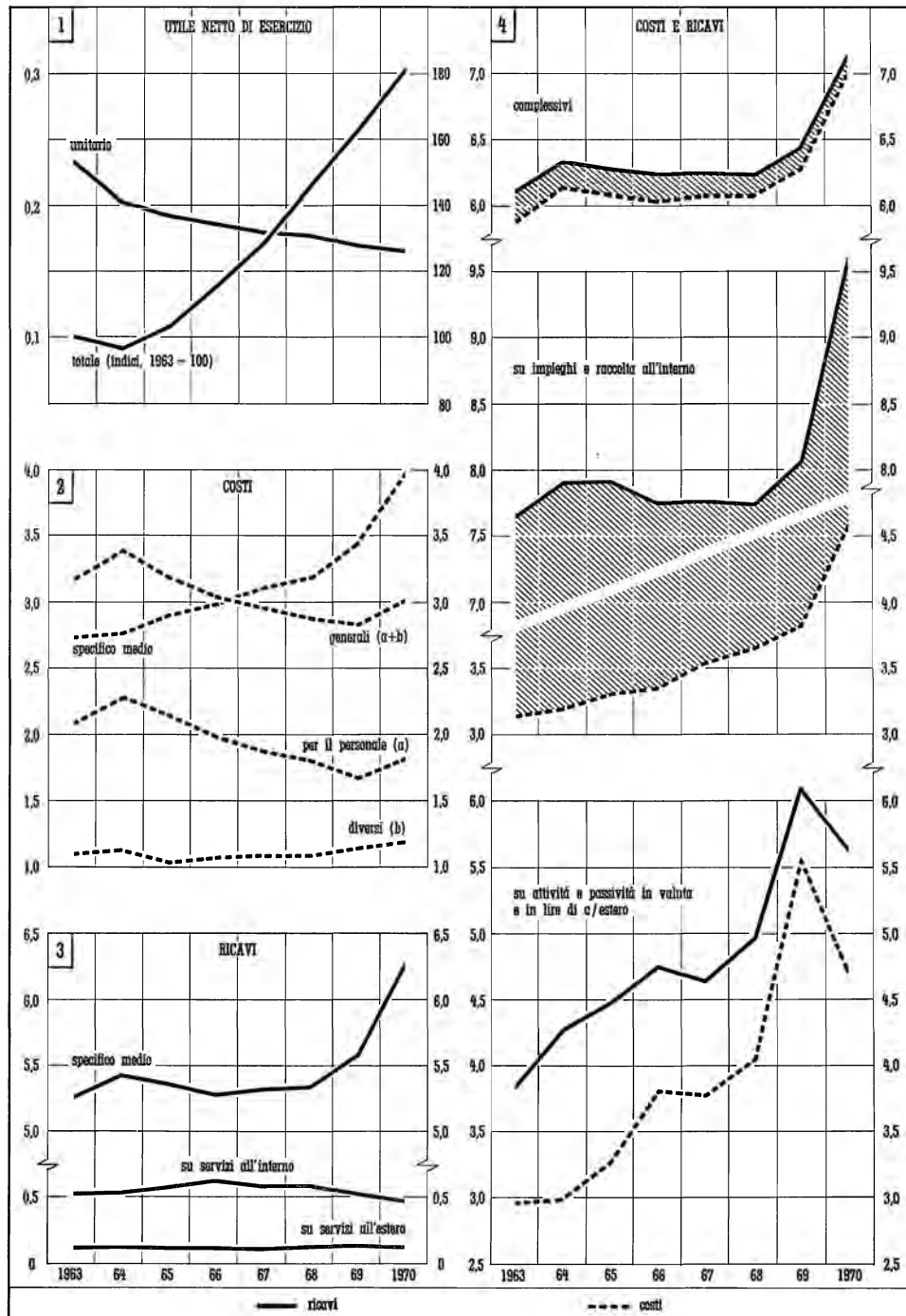
Anche gli aumenti del costo per il personale, riferiti sia al volume dell'intermediazione sia al numero dei dipendenti, differiscono per i vari gruppi dimensionali. Mentre tra le banche essi sono particolarmente elevati per il gruppo delle « grandi », tra le casse di risparmio si nota l'esiguità dell'aumento del gruppo delle « medie ». Nel complesso, il livello dei costi per il personale è alquanto più elevato per le casse che per le banche.

Le condizioni congiunturali, gli effetti della politica monetaria e le vicende della concorrenza tra aziende di credito sono riflessi oltre che nell'andamento degli utili unitari, influenzato nel 1970 dal sostanziale aumento delle retribuzioni, nell'evoluzione dei costi e dei ricavi specifici, cioè di quelli più direttamente connessi all'attività di intermediazione creditizia.

Nel 1970 sono nettamente aumentati per tutto il sistema bancario sia i costi sia i ricavi specifici unitari ad eccezione di quelli relativi all'intermediazione in valuta, per i quali si è registrata una flessione determinata dalla tendenza decrescente dei tassi all'estero (fig. 47). Per quanto riguarda l'intermediazione sull'interno in lire, è da segnalare il notevole ampliamento del divario fra ricavi e costi unitari, confermato anche dalle rilevazioni della Centrale dei rischi sui tassi attivi e passivi. Tale divario, che negli anni precedenti era costantemente diminuito, passando da 4,71 nel 1964 a 4,11 nel 1968, e che solo nel 1969 si era ampliato a 4,25, nel 1970 è salito a 5,03. Mentre, per lo scarso movimento del portafoglio titoli delle aziende di credito, il ricavo unitario sui titoli e le partecipazioni ha riflesso solo in misura ridotta l'aumento dei tassi di mercato, elevati sono stati gli incrementi del costo unitario della raccolta all'interno e del ricavo unitario degli impieghi sull'interno (tav. a 75).

In periodi caratterizzati, come la maggior parte dell'anno in esame, da una tensione di liquidità due forze agiscono sul differenziale tra ricavi e costi unitari dell'intermediazione all'interno: da un lato la politica della Banca centrale che, ostacolando la possibilità per il sistema bancario di sviluppare l'intermediazione fino al punto consentito dalle condizioni della domanda, tende ad allargare quel divario e quindi anche — come si è visto all'inizio di questo capitolo — ad intensificare l'utilizzazione delle riserve, dall'altro la più accesa concorrenza dal lato della provvista che, provocata appunto dalla carenza di riserve bancarie, induce ogni singola azienda di credito a offrire ai depositanti parte delle proprie rendite nel tentativo di espandere la raccolta di fondi. Questo tentativo, che può aver successo per qualche azienda, al sistema bancario nel suo complesso consente un più rapido sviluppo

FIG. 47



Conti economici delle aziende di credito
(costi e ricavi unitari, utile unitario e totale)

dell'intermediazione relativamente alla disponibilità di base monetaria solamente nella misura in cui provochi, oltre che trasferimenti di depositi da una azienda di credito ad un'altra, anche una cessione netta di base monetaria da parte del pubblico. Il comportamento del pubblico in Italia, pur essendo più sensibile che in altri paesi a variazioni dei tassi bancari passivi, non ha tuttavia impedito che la concorrenza tra aziende di credito si risolvesse soprattutto in un movimento di fondi all'interno del sistema bancario.

L'ampliamento notevole del margine tra ricavi e costi unitari dell'intermediazione in lire sembra indicare che nel 1970 abbia prevalso il primo dei due effetti sopra descritti. La concorrenza bancaria infatti, sebbene intensa, non è valsa a trasferire al pubblico che una parte delle maggiori rendite connesse alla scarsità di mezzi liquidi. Nella prima metà dell'anno essa si è alquanto intensificata sia nel mercato dei conti interbancari, determinando rilevanti aumenti di tassi, sia nella raccolta dei depositi del pubblico rendendo impossibile il rinnovo dell'accordo sui tassi passivi. Quando, anche per il maggiore afflusso di mezzi liquidi, nella seconda parte dell'anno essa si è nuovamente attenuata, una intesa per la limitazione dei tassi passivi è stata ripristinata fra le aziende di credito, mentre non è da escludere che fenomeni di inerzia abbiano ritardato fino all'inizio del 1971 una flessione dei tassi attivi per la quale esistevano i presupposti già negli ultimi mesi del 1970.

Sono da inquadrare nelle vicende delle concorrenze del nostro sistema bancario anche i mutamenti intervenuti nella sua organizzazione, composizione e articolazione territoriale. Gli accordi di collaborazione che alcune aziende di credito hanno stipulato con altre, italiane o straniere, nel corso del 1970 sono stati dettati non solo dall'esigenza di affrontare unite l'intensa concorrenza esistente nel mercato dell'intermediazione finanziaria, ma anche dalla necessità di offrire servizi bancari organizzati a livello internazionale a imprese industriali e commerciali che operano su scala mondiale; quasi tutte le più importanti aziende di credito italiane aderiscono ormai ad accordi di questi tipi.

Quanto alla struttura del sistema bancario si notano, rispetto agli anni precedenti, da un lato un più rapido aumento del numero degli sportelli e delle piazze bancabili e dall'altro una maggiore riduzione di quello delle aziende in attività. Nel 1970 le aziende di credito sono diminuite di 32 unità (da 1.211 a 1.179) per l'estinzione di 35 aziende e l'iscrizione di 3. I movimenti hanno interessato prevalentemente le

casse rurali e artigiane (diminuite di 25 unità) e in minor misura le banche popolari cooperative e le banche in forma di società di capitali. Il numero degli sportelli è aumentato di 256 unità, in relazione all'apertura di 274 e alla chiusura di 18, raggiungendo le 10.807 unità. Con l'estensione dell'articolazione territoriale, che ha interessato principalmente le banche popolari cooperative e le casse di risparmio e monti di 1^a categoria, sono state rese bancabili 121 piazze. La localizzazione di queste ultime e degli sportelli di nuova istituzione è stata tale, comunque, da lasciare pressochè invariata la distribuzione territoriale preesistente.

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel 1970 i mercati primario e secondario dei valori mobiliari sono stati caratterizzati dalla ricerca di un nuovo equilibrio dopo le note vicende di fine 1969 e, per quanto riguarda il comparto azionario, da una sostenuta attività di emissione sollecitata dalla scadenza di alcune agevolazioni fiscali.

Nella prima parte dell'anno la difficile situazione di liquidità, unitamente allo stato d'incertezza circa l'andamento futuro delle quotazioni, ha influenzato negativamente il mercato del reddito fisso. Ne è derivato un progressivo deterioramento dei corsi che ha condotto i tassi dell'interesse a livelli inusitati per il mercato italiano.

In questo periodo la domanda di titoli di nuova emissione da parte dell'economia, dopo una breve ma rilevante ripresa dovuta soprattutto all'aumento del tasso nominale all'emissione disposto agli inizi dell'anno, è caduta a livelli modesti, con un'unica nota positiva nel settore delle cartelle fondiarie. Gli investitori privati, conservando i titoli in portafoglio, hanno confermato che gli aggiustamenti necessari per pervenire a nuove posizioni di equilibrio tra le diverse attività finanziarie da essi possedute vengono realizzati riducendo gli acquisti di titoli all'emissione. Anche la domanda di obbligazioni per investimenti liberi da parte delle aziende di credito si è ridotta in misura notevole, quale riflesso dei complessi problemi analizzati in altra parte della presente Relazione.

Per alleggerire la pressione che spingeva verso l'alto i rendimenti dei titoli e per assicurare al tempo stesso il finanziamento degli investimenti, le autorità responsabili hanno disposto una riduzione dell'offerta al pubblico di nuove emissioni e sollecitato grossi operatori ad emettere euroobbligazioni e ad indebitarsi a medio termine sull'euromercato e sui mercati esteri. Questo orientamento è continuato per l'intero 1970 ed ha permesso di incrementare, in valore assoluto e in rapporto al reddito nazionale lordo, la raccolta netta di fondi a medio e a lungo termine. La distribuzione dei flussi per emittenti è risultata però diversa rispetto al più recente passato: il Tesoro ha usufruito di una quota minore, permettendo alle imprese pubbliche e agli intermediari finanziari di incrementare la loro.

In aggiunta a questa politica di emissione dei titoli, le autorità monetarie hanno esercitato, nei limiti consentiti dagli obiettivi di

controllo della base monetaria, un'azione frenante sulla caduta dei corsi dei principali titoli di stato, mediante interventi effettuati in modo da regolare gli indirizzi del mercato più che imprimerne dei propri.

I mutamenti della situazione congiunturale nel secondo semestre hanno rimosso parte degli ostacoli che avevano limitato l'attività del mercato del reddito fisso. Poiché, nel contempo, i tassi dell'interesse avevano raggiunto livelli che, anche se espressi in termini reali, eccedevano sia quelli degli anni precedenti sia gli analoghi rendimenti esteri, ed essendosi accumulate presso gli investitori scorte liquide presumibilmente in eccesso al normale fabbisogno, la domanda di titoli ha cominciato a prevalere sull'offerta. Una ridotta attività di emissione ha agevolato inoltre l'inversione di tendenza dei corsi, il cui movimento al rialzo è proseguito nei primi mesi del 1971.

Nel complesso, la domanda di titoli da parte dell'economia ha risentito ancora, oltretutto del minor tasso di sviluppo del reddito, degli effetti derivanti dalla ricomparsa di un'ampia variabilità nei corsi obbligazionari e, in minor misura, dall'accresciuto tasso di inflazione, effetti i quali, come l'esperienza insegna, continuano a manifestarsi per un certo periodo di tempo. Le aziende di credito, sollecitate dall'opportunità di ricostituire una struttura del portafoglio in base alla scadenza e al grado di liquidità dell'attivo più consona alle esigenze della propria gestione, non hanno ripreso sul mercato la posizione in precedenza raggiunta. La durata di questa assenza induce a ritenere che la rigidità del rendimento dei titoli nel lungo periodo rispetto alla elasticità subentrata nei tassi dei depositi bancari e, in mancanza di una solida esperienza, alla difficile valutazione del comportamento dei tassi stessi, ha per ora inserito un elemento frenante nell'attività svolta dalle aziende di credito su questo mercato.

Dal luglio in poi le autorità di governo, in presenza di queste condizioni, hanno incanalato risorse all'investimento obbligazionario, arricchendo tra l'altro, con l'autorizzazione all'investimento in titoli non di stato di parte delle riserve obbligatorie delle banche, gli strumenti di intervento sul mercato dei titoli. Gli scarsi segni di risveglio della domanda di titoli hanno inoltre suggerito di posporre ai primi mesi del 1971 l'offerta al pubblico delle nuove emissioni, sia per consentire un innalzamento delle quotazioni sul mercato secondario, sia per garantire alle prime emissioni un'accoglienza che dissipasse ogni dubbio di ripresa. Le operazioni recentemente effettuate hanno confermato le attese che ad esse si accompagnavano.

Nel 1970 il mercato azionario ha ricevuto vigore dall'approssimarsi del termine di applicazione dell'imposta di registro ridotta e dell'esonero dalla tassa di concessione governativa per le nuove emissioni; ciò ha consentito di ampliare il capitale di rischio delle imprese societarie, alleggerendo in qualche misura per questa via la loro pesante situazione finanziaria. Non si può escludere che il volume raggiunto dall'offerta di nuove azioni possa aver esercitato una certa pressione verso il basso sulle quotazioni di mercato; tuttavia, ai risultati negativi di borsa si ritiene abbiano contribuito soprattutto le incertezze sull'andamento dell'economia e le minori prospettive di profitto delle società.

Titoli a reddito fisso.

La domanda di fondi. — Il perdurare delle difficoltà insorte nel 1969 sul mercato obbligazionario e la conseguente minore attrazione esercitata sui privati dagli investimenti in titoli hanno reso necessario soddisfare parte della domanda di fondi a medio e a lungo termine con finanziamenti a breve e con il ricorso ai mercati esteri e internazionale.

Questa azione è stata esercitata soprattutto nei confronti del Tesoro, che si è largamente finanziato a breve presso la banca centrale, e delle imprese pubbliche finanziarie e non finanziarie, le quali hanno ampliato il ricorso all'indebitamento estero. Essa ha determinato rispetto al 1969 una riduzione di 750 miliardi delle richieste di autorizzazione all'emissione sul mercato interno e un aumento di 1.100 miliardi di quelle per operazioni da effettuare all'estero; nel complesso le autorità monetarie hanno concesso il proprio benessere per emettere obbligazioni e contrarre mutui per 4.300 miliardi (3.350 nel 1969).

La situazione di mercato non ha però consentito che tutti i prestiti autorizzati si realizzassero nel corso del 1970: le emissioni nette di titoli a reddito fisso all'interno sono ammontate a 2.601 miliardi (742 in meno rispetto al 1969); tenuto conto del ricorso ai mercati finanziari esteri nelle due forme di prestiti obbligazionari e di finanziamenti sull'euromercato (1.061 miliardi) la raccolta complessiva netta risulta di 3.662 miliardi, con un incremento del 6 per cento rispetto all'anno precedente (tavv. 96 e 97). Se si considerano anche le emissioni di azioni a pagamento, le disponibilità complessive di fondi affluite direttamente o indirettamente al Tesoro e alle imprese salgono a 4.673 miliardi, con un incremento del 13 per cento, in linea cioè con lo sviluppo del reddito.

EMISSIONI NETTE DI VALORI MOBILIARI
PER CATEGORIE DI EMITTENTI, DI TITOLI E DI INVESTITORI
(miliardi di lire)

Enti emittenti o titoli	Titoli a reddito fisso						Azioni	TOTALE
	Tesoro (1)	ENEL ENI IRI (2)	Istituti speciali	Imprese private	Istitu- zioni internazionali	Totale		
Investitori								
1969								
Banca d'Italia e UIC . . .	1.189,7	- 1,1	26,6	0,2	- 0,5	1.214,9	1,6	1.216,5
Aziende di credito	195,6	296,3	645,2	- 2,9	2,5	1.136,7	9,2	1.145,9
Altri intermediari finanziari	13,1	- 5,6	26,7	2,0	6,7	42,9	9,4	52,3
Economia e estero	153,7	264,5	585,7	- 59,1	3,7	948,5	660,9	1.609,4
Totale . . .	1.552,1	554,1	1.284,2	- 59,8	12,4	3.343,0	681,1	4.024,1
1970								
Banca d'Italia e UIC . . .	1.056,0	- 0,1	33,4	- 0,6	—	1.088,7	1,1	1.089,8
Aziende di credito	38,4	52,0	712,7	0,1	- 1,3	801,9	4,7	806,6
Altri intermediari finanziari	12,1	- 16,5	58,4	9,1	- 0,1	63,0	9,5	72,5
Economia e estero	- 22,1	50,9	679,3	- 60,9	- 0,2	647,0	996,1	1.643,1
Totale . . .	1.084,4	86,3	1.483,8	- 52,3	- 1,6	2.600,6	1.011,4	3.612,0

(1) Compresa le obbligazioni per conto del Tesoro e quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali. Esclusi i BOT, i buoni fruttiferi della Cassa DD.PP. e i certificati del Tesoro, ceduti alla Banca d'Italia per consolidamento debito per interessi su riserve obbligatorie. — (2) Compresa le obbligazioni « Autostrade S.p.A. » (gruppo IRI) (88,6 nel 1969 e - 7,9 nel 1970).

EMISSIONI NETTE DI TITOLI A REDDITO FISSO
SUI MERCATI INTERNO ED ESTERI (1)
(miliardi di lire)

Emittenti	1968			1969			1970		
	Mercati		Totale	Mercati		Totale	Mercati		Totale
	Interno	Esteri		Interno	Esteri		Interno	Esteri	
Tesoro (2)	1.343,8	—	1.343,8	1.552,1	—	1.552,1	1.084,4	49,8	1.134,2
ENEL, ENI, IRI . .	549,8	25,3	575,1	554,1	22,5	576,6	86,3	495,3	581,6
Istituti speciali . . .	1.188,6	7,6	1.196,2	1.284,2	99,7	1.383,9	1.483,8	426,8	1.910,6
Imprese private . . .	- 33,6	—	- 33,6	- 59,8	—	- 59,8	- 52,3	89,5	37,2
Istituzioni internaz. .	43,7	—	43,7	12,4	—	12,4	- 1,6	—	- 1,6
Totale . . .	3.092,3	32,9	3.125,2	3.343,0	122,2	3.465,2	2.600,6	1.061,4	3.662,0

(1) Le emissioni all'estero comprendono i finanziamenti diretti. — (2) Compresa le obbligazioni per conto del Tesoro e quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali.

Le emissioni nette, dopo un andamento sostenuto nel primo trimestre (768 miliardi), sono diminuite nel secondo (556), sono state inferiori ai rimborsi dei titoli in scadenza nel terzo (— 79 miliardi) ed hanno raggiunto un volume assai elevato nel quarto (1.356 miliardi) (tav. a 81). La distribuzione delle emissioni nel corso del 1970 riflette sia l'esigenza di un graduale ritorno ad un ordinato sviluppo del mercato, sia la necessità di effettuare alcuni prestiti pubblici e di consentire più ampi finanziamenti all'economia. Alla riduzione, in valore assoluto e relativo, delle emissioni del Tesoro e delle imprese pubbliche ha fatto riscontro un'accresciuta importanza della raccolta obbligazionaria degli istituti di credito speciale passata da due quinti del totale nel biennio 1968-69 a tre quinti nell'anno in esame (tav. 98).

TAV. 98

EMISSIONI NETTE DI TITOLI A REDDITO FISSO

(ripartizione percentuale)

Emittenti	1962-63	1964-65	1966-67	1968-69	1970
<i>Tesoro</i> (1)	- 0,1	26,1	49,3	45,0	41,7
<i>ENEL, ENI, IRI</i> (2)	17,6	33,1	14,4	17,2	3,3
<i>Istituti speciali</i>	68,9	39,9	35,3	38,4	57,1
<i>Imprese private</i>	11,6	0,5	- 0,6	- 1,4	- 2,0
<i>Istituzioni internazionali</i>	2,0	0,4	1,6	0,8	- 0,1
<i>Totale</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Media annua (miliardi di lire)	1.088	1.713	2.620	3.218	2.601
<i>In per cento sul totale delle emissioni di valori mobiliari (reddito fisso e azioni)</i>	66,1	77,6	85,8	84,8	72,0

(1) Compresa le obbligazioni per conto del Tesoro e quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali.
(2) Compresa le obbligazioni « Autostrade S.p.A. » (gruppo IRI).

Il Tesoro ha effettuato emissioni nette per un valore di 1.084 miliardi contro 1.552 nel 1969, costituite per quattro quinti da titoli di stato e da obbligazioni emesse dal CREDIOP e per il residuo da prestiti delle Ferrovie dello Stato (tav. a 77).

La raccolta del Tesoro è stata destinata per oltre due terzi al Fondo sociale per le pensioni, alla fiscalizzazione degli oneri sociali per le imprese operanti nel Mezzogiorno e al Fondo di solidarietà nazionale e per la parte rimanente soprattutto agli incrementi dei fondi di dotazione delle imprese pubbliche. Nel settore del breve termine le emissioni di Buoni ordinari del Tesoro per investimenti liberi (127 miliardi) sono state di importo inferiore a quello delle serie in scadenza (448 miliardi). Le emissioni dirette di titoli da parte delle Ferrovie dello Stato

(214 miliardi) non hanno coperto le esigenze di finanziamento dell'azienda, che ha fatto ricorso, direttamente e mediante istituti di credito, ai mercati finanziari esteri per l'equivalente di 118 miliardi di lire.

Nel comparto dei titoli di stato a lungo termine è stata effettuata la consueta operazione di rinnovo delle serie di Buoni del Tesoro novennali in scadenza. Il decreto ministeriale 11 dicembre 1969 ha disposto l'emissione di BTN 5,50 % a premi, di scadenza 1° gennaio 1979, per 167 miliardi, da destinare al rinnovo dei Buoni 5 % di scadenza 1° gennaio 1970, ammontanti a 150 miliardi e, per la parte rimanente, alla sottoscrizione in contanti. L'emissione di nuovi Buoni, in considerazione della mutata situazione di mercato, ha recato condizioni più vantaggiose, per i sottoscrittori, di quelle delle emissioni della specie effettuate negli anni più recenti. L'aumento dal 5 al 5,50 per cento del tasso nominale e la riduzione del prezzo a 97,50 (mediante corresponsione di un premio di rinnovo di 2,50 lire per ogni 100 di capitale nominale rinnovato) hanno consentito ai nuovi titoli un rendimento effettivo all'emissione, compresi i premi, del 6,46 per cento, contro il 5,57 delle emissioni precedenti.

Alla chiusura delle operazioni, sono risultati rinnovati Buoni per 120 miliardi, rimborsati per 25 e non presentati per 5 miliardi. La flessione della quota di titoli rinnovati (80 per cento) rispetto alle precedenti operazioni (93 per cento) trova spiegazione nella contemporanea offerta al pubblico di obbligazioni degli istituti di credito mobiliare con tassi effettivi medi prossimi all'8 per cento e nella tendenza crescente dei tassi sul mercato secondario durante il periodo di esecuzione delle operazioni. In particolare, il rendimento dei Buoni in essere, che all'inizio dell'operazione era di 10 centesimi al di sopra di quello offerto sui Buoni di nuova emissione, alla fine era salito di 1 punto (da 6,5 a 7,5 per cento) rendendo poco convenienti le condizioni di rinnovo. L'ammontare dei Buoni di nuova emissione che non è stato utilizzato per il rinnovo di quelli in scadenza e la parte in contante sono stati sottoscritti in proprio dalla Banca d'Italia.

Il ricorso al mercato interno delle imprese pubbliche, che nel biennio 1968-69 era ammontato a 550 miliardi annui (pari al 17 per cento del totale delle emissioni), si è ridotto nell'anno in esame a 86 miliardi (pari al 3 per cento del totale); la diminuzione è stata compensata da maggiori prestiti esteri (495 miliardi a fronte di 23 nel 1969) e da un più ampio apporto del Tesoro a titolo di aumento dei fondi di dotazione (212 miliardi rispetto a 180 nell'anno precedente). La raccolta diretta sul mercato ha continuato a riguardare in misura preminente l'ENEL (quattro quinti del totale) e per la parte restante soprattutto le società del gruppo IRI. Tenuto conto della dimensione e della rigidità del proprio fabbisogno, l'ENEL si è rivolto all'inizio del 1970 al mercato internazionale con prestiti di rilevante ammontare; per sollecitare l'interesse degli investitori, soprattutto delle banche e degli intermediari finanziari, in un periodo di saggi a breve termine assai elevati e di forte incertezza sull'andamento futuro dei tassi, esso ha offerto un tasso nominale fluttuante in relazione all'andamento del saggio a breve sull'euromercato e una durata minore (7 anni) di quella consueta per i prestiti obbligazionari.

La raccolta degli istituti di credito speciale, che viene analizzata nel capitolo seguente, è aumentata sia sul mercato interno (da 1.284 a 1.484 miliardi), sia su quelli esteri e internazionale (da 100 a 427 miliardi); nel complesso l'incremento è stato il più elevato degli ultimi anni (38 per cento). Il maggior volume di titoli emessi all'interno, nonostante le indicate difficoltà, si ricollega soprattutto alle più ampie possibilità offerte alle aziende di credito di immettere cartelle fondiariae e, a fine 1970, obbligazioni degli istituti di credito mobiliare nelle riserve obbligatorie. I fondi raccolti hanno riguardato per tre quinti gli istituti per il credito all'industria e alle opere pubbliche e per la parte rimanente gli istituti per il credito fondiario: i primi hanno aumentato il ricorso ai prestiti e ai finanziamenti in valuta estera, i secondi hanno accresciuto le emissioni sul mercato interno (tav. a 77).

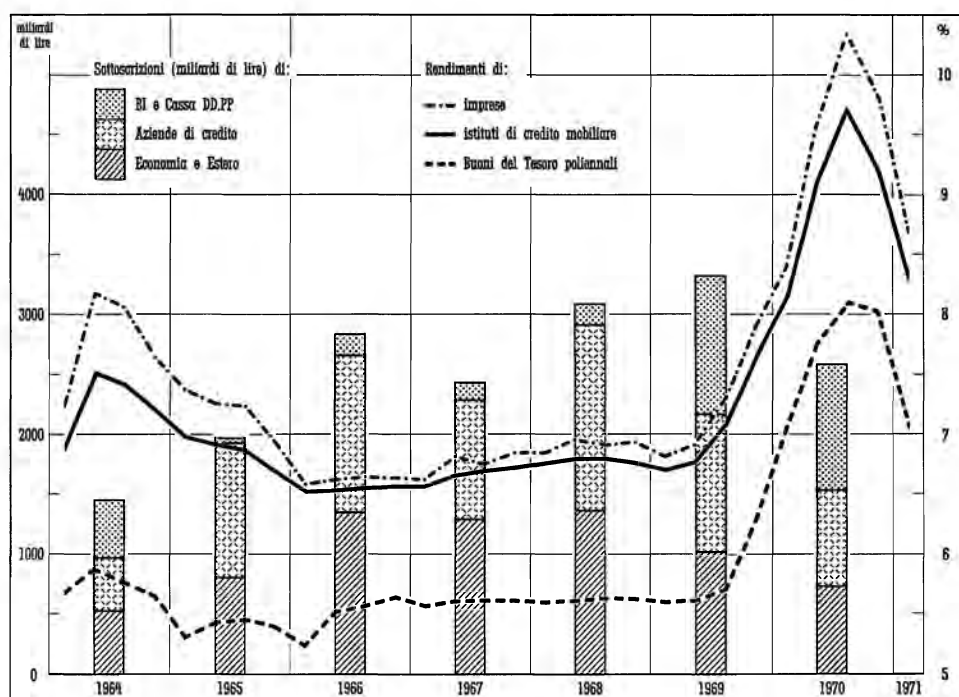
Le imprese private hanno continuato a ridurre il loro indebitamento in obbligazioni, avendo i rimborsi dei titoli in scadenza superato le nuove emissioni. Anche per queste imprese il mercato internazionale ha costituito una fonte alternativa di finanziamento di una certa importanza: il ricorso ai prestiti esteri, attuato anche attraverso le proprie società finanziarie con sede all'estero, è ammontato a 90 miliardi. Tra i fattori che hanno sollecitato le imprese a rivolgersi all'estero, dopo un'assenza pressoché totale negli ultimi dieci anni, vanno annoverate le tensioni del mercato interno e, solo sul finire dell'anno, le esenzioni fiscali concesse con decreto legge 26 ottobre 1970 n. 745, convertito nella legge 18 dicembre 1970 n. 1034.

Complessivamente per tutti i settori il ricorso ai mercati esteri, assistito per la maggior parte dei casi dalla garanzia statale, non ha incontrato particolari difficoltà nel reperimento dei fondi; esso ha richiesto però nella prima parte dell'anno l'accettazione di condizioni più onerose di quelle vigenti sul mercato interno. La durata dell'indebitamento risulta più breve di quella consueta per i prestiti obbligazionari interni e il suo costo alquanto incerto, essendo stata generalmente adottata la clausola di revisione del saggio nominale.

Un miglioramento nella situazione di mercato si è manifestato nel primo trimestre del corrente anno, durante il quale sono state nuovamente offerte al pubblico rilevanti emissioni di titoli. Il volume complessivo di emissioni nette sull'interno, compreso il collocamento diretto presso il sistema bancario, ha raggiunto 1.197 miliardi, con un aumento di 429 miliardi nei confronti del primo trimestre del 1970; nel contempo il ricorso all'estero, anche per effetto delle indicate esenzioni fiscali, è ammontato a 300 miliardi (tav. a 81).

L'offerta di fondi. — Nell'ultimo biennio la flessione delle quotazioni e, in minore misura, l'aumento del tasso di inflazione hanno ridotto la domanda di titoli da parte del pubblico. L'influenza della stabilità dei corsi risulta chiaramente dall'esame di talune grandezze del mercato negli ultimi anni: le sottoscrizioni della categoria « economia e estero », costituita in misura preminente dalle famiglie, sono aumentate nei periodi di stabilità dei corsi e diminuite in quelli di variabilità degli stessi. Anche gli effetti della riduzione del potere d'acquisto della moneta sulla domanda di titoli emergono con sufficiente chiarezza dall'esame dei dati relativi allo stesso periodo, malgrado gli sfasamenti temporali con i quali essi si manifestano (fig. 48).

FIG. 48



Rendimenti e sottoscrizioni dei titoli a reddito fisso

Per una valutazione globale dell'apporto del pubblico al mercato dei valori mobiliari durante il 1970 va tenuto presente che la flessione avutasi nell'acquisto di titoli a reddito fisso, ammontati a 647 miliardi (301 e 562 miliardi in meno rispettivamente nei confronti del 1969 e del 1968), è stata compensata dall'aumento delle sottoscrizioni di azioni; complessivamente la categoria « economia e estero » ha acquistato titoli per 1.643 miliardi nel 1970 contro 1.609 nel 1969 (tav. 96).

Il comportamento del pubblico, quale risulta dall'esame delle sottoscrizioni mensili, indica una situazione pressoché normale dell'offerta di fondi sul mercato obbligazionario nel primo trimestre, una pausa degli acquisti nella parte centrale dell'anno e una lieve ripresa, accentrata nel settore delle cartelle fondiarie, in autunno. L'ammontare di titoli ceduti dagli operatori compresi nella categoria « economia e estero » è stato assorbito soprattutto da altri investitori della stessa categoria; circa la riduzione del portafoglio dei privati (140 miliardi) nel bimestre luglio-agosto, va sottolineato che essa è avvenuta in concomitanza con il rimborso di 137 miliardi di titoli scaduti. Si può attribuire al desiderio di evitare perdite in conto capitale il fatto che le operazioni di smobilizzo dei titoli già in portafoglio si siano presentate in misura moderata; nel complesso questa categoria di investitori ha reagito alla ricomparsa sul nostro mercato della variabilità dei corsi riducendo la partecipazione all'assorbimento dei titoli di nuova emissione, in prevalenza con un minore reinvestimento dei rimborsi e delle cedole (tav. 99).

TAV. 99

SOTTOSCRIZIONI DI TITOLI A REDDITO FISSO

(ripartizione percentuale)

Investitori	gennaio 1962	luglio 1964	gennaio 1966	luglio 1969
	giugno 1964	dicembre 1965	giugno 1969	dicembre 1970
Banca d'Italia e UIC	5,4	3,9	6,4	51,1
Aziende di credito	31,8	55,2	43,9	33,3
Altri intermediari finanziari	34,1	10,4	2,3	1,6
Economia e estero	28,7	30,5	47,4	14,0
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0
Media su base annua (miliardi di lire)	1.132	1.847	2.812	2.928

Le proposte, avanzate nel periodo di maggiore depressione dei corsi, di estendere indiscriminatamente interventi volti a porre a carico dello Stato una parte della potenziale perdita dei possessori dei titoli poggiavano sull'ipotesi che la necessità di vendita dei titoli, non dettata dalle condizioni del mercato, riguardasse un numero elevato di investitori e di conseguenza le cessioni sarebbero state di rilevante ammontare, nonché su uno schema non corretto di interpretazione della natura dei titoli e della struttura e dell'andamento del mercato finanziario. La possibilità di perdite o guadagni in conto capi-

tale e la durata dell'investimento sono le caratteristiche principali che differenziano le obbligazioni dai depositi bancari; appunto perciò le prime offrono un tasso medio di remunerazione più elevato dei secondi. Nel corso del periodo di stabilizzazione il divario tra il rendimento dei titoli e quello dei depositi si è mantenuto in media attorno ai 2,5 punti percentuali, remunerando quindi i maggiori rischi del possesso dei titoli. Va inoltre sottolineato che le variazioni nelle quotazioni obbligazionarie non incidono sul valore di rimborso di essi e sulle condizioni di redditività degli investimenti già effettuati e che la necessità di liquidare l'investimento a motivo della depressione dei corsi si deve configurare come un evento atipico di mercato. Nel complesso, quindi, l'investitore medio ha perduto solo l'opportunità di effettuare più lucrosi investimenti alle nuove condizioni di borsa; la concessione di una cedola media più elevata a carico dello Stato avrebbe pertanto la caratteristica implicita di riconoscere al possessore dei titoli maggiori guadagni a spese della collettività.

La composizione del portafoglio titoli dei privati ha continuato a modificarsi a vantaggio delle cartelle fondiarie, passate dal 18 al 22 per cento del totale; tutti gli altri tipi di titoli presentano lievi flessioni relative. L'aumento delle cartelle, che hanno costituito nell'anno i tre quarti degli acquisti dei titoli degli investitori privati, è spiegabile con la ridotta offerta al pubblico di titoli degli altri emittenti, con il trattamento di favore riservato alle cartelle in circolazione, con l'elevato tasso effettivo all'emissione offerto in alcuni periodi dell'anno e, infine, con la sostanziale stabilità dei loro prezzi di borsa.

Pur tenendo conto dei ritardi nell'aggiustamento della domanda di titoli alle mutate condizioni di mercato, il ripristino di una più equilibrata struttura dei tassi per le diverse attività finanziarie, in assenza di altri stimoli, dovrebbe consentire per il 1971 il ritorno ad una più favorevole attitudine dei privati nei confronti dell'investimento in obbligazioni. Nel primo trimestre del corrente anno le sottoscrizioni di titoli a reddito fisso da parte del pubblico sono ammontate a 632 miliardi, con un aumento di 175 rispetto al primo trimestre del 1970 (tav. a 81).

Anche le aziende di credito, pur avendo potuto immettere a riserva obbligatoria titoli a lungo termine per un importo di 509 miliardi, hanno ridotto i loro acquisti rispetto agli anni precedenti in

quanto hanno complessivamente accresciuto il portafoglio titoli di 802 miliardi (335 e 748 in meno rispetto al 1969 e al 1968). L'incremento netto, tenuto conto della svalutazione del portafoglio effettuata dalle aziende nell'anno in esame, è stato di 880 miliardi. La distribuzione mensile degli acquisti per investimenti liberi è risultata influenzata sia dalla politica di portafoglio delle aziende stesse, sia dalle vicende connesse con la partecipazione delle banche ai consorzi di collocamento e garanzia; in particolare l'incremento dei titoli avvenuto nel marzo e nel giugno è attribuibile al mancato collocamento presso il pubblico dei titoli assunti dai consorzi, mentre quello del dicembre è attribuibile alle scelte delle aziende di credito.

L'atteggiamento delle banche nei confronti dell'investimento in titoli a reddito fisso si può collegare, nel primo semestre, soprattutto con l'elevata domanda di credito rispetto alle risorse disponibili e, in seguito, con l'esigenza, manifestatasi con il ritorno alla variabilità dei corsi, di mantenere una quota di risorse liquide più elevata di quella ad esse necessaria nel periodo di stabilità degli stessi; allora, infatti, la possibilità di procurarsi liquidità cedendo titoli, senza incorrere in perdite, aveva condotto le aziende a ridurre le riserve libere a livelli estremamente bassi.

Gli effetti della mutata attitudine hanno potuto esplicarsi in quanto, da un lato, il divario tra il rendimento all'emissione dei titoli e quello dei crediti bancari è rimasto sostanzialmente immutato nonostante il reinserimento nel primo di un elemento di illiquidità e, dall'altro, le aziende di credito hanno confermato la prassi di non acquistare, anche in presenza di tassi più elevati, titoli già in circolazione. Inoltre le incognite circa il comportamento futuro dei tassi sui depositi bancari possono aver suggerito alle aziende un atteggiamento prudentiale nell'investire risorse in attività con un rendimento rigido nel lungo periodo. Nella seconda parte dell'anno il miglioramento nella situazione di liquidità delle aziende, accompagnatosi con l'andamento sostanzialmente debole della domanda di credito, non ha infatti portato a una più intensa attività d'investimento in titoli.

Nell'anno in esame il rapporto titoli-depositi, che dal 1961 era costantemente aumentato, si è ridotto dal 26,4 al 24,7 per cento (tav. a 82). Attualmente questo rapporto si situa per le banche italiane ad un livello superiore rispetto a quelle dei Paesi Bassi, della Germania federale e del Regno Unito, e a un livello notevolmente inferiore rispetto alle banche degli Stati Uniti, del Belgio e della Svezia (tav. a 4).

La Banca d'Italia ha accresciuto il portafoglio titoli a lungo termine di 1.089 miliardi (1.215 nel 1969). Per una valutazione complessiva delle variazioni avvenute nel portafoglio della Banca occorre tener conto anche dell'acquisto di 234 miliardi di certificati, destinati a consolidare debiti del Tesoro, e del rimborso di 337 miliardi di Buoni ordinari del Tesoro; si ottiene, così, un incremento di 986 miliardi, inferiore di 486 a quello registrato nel 1969.

La maggior parte degli acquisti, essendo stati ridotti gli interventi a sostegno dei corsi, sono costituiti da sottoscrizioni all'emissione effettuate negli ultimi mesi dell'anno. L'incremento del portafoglio della Banca, avvenuto dopo una stasi tra il febbraio e l'ottobre, è stato da un lato sollecitato dall'esigenza di finanziare spese del settore pubblico e dall'altro reso possibile dalla progressiva riduzione del ricorso delle aziende di credito alla banca centrale durante il secondo semestre.

Rapporti fra il mercato primario e quello secondario: il flusso dei rimborsi e degli interessi. — Il tentativo di mantenere nel circuito finanziario le disponibilità provenienti dal rimborso dei titoli scaduti e dal pagamento delle cedole è diventato nel 1970 un fattore determinante la condotta degli emittenti. Così, nell'anno in esame, oltre alla consueta operazione di rinnovo dei BTP, alcuni importanti istituti hanno attuato operazioni tendenti, anche mediante la corresponsione di premi, a sollecitare il reinvestimento di titoli scaduti o prossimi alla scadenza in obbligazioni di nuova emissione con rendimenti immediati ed effettivi superiori a quelli dei titoli in essere. Le operazioni di consolidamento eseguite nella forma di sostituzioni di titoli in scadenza con nuove emissioni hanno raggiunto l'importo di 174 miliardi; quelle avvenute con due distinte operazioni, l'una di rimborso e l'altra di sottoscrizione dei nuovi titoli, pur essendosi ridotte nella parte centrale dell'anno, hanno riguardato un volume di titoli più elevato.

Il flusso globale dei rimborsi e delle cedole ha raggiunto l'importo di 2.693 miliardi, pari al 65 per cento delle emissioni lorde (2.475 miliardi e 51 per cento nel 1969). Il forte aumento di questo rapporto, che aveva oscillato fra il 45 e il 55 per cento nel periodo 1961-69, riflette sostanzialmente una riduzione di 966 miliardi, rispetto al 1969, nel volume netto di fondi riaffluito agli emittenti, tenuto conto della diminuzione delle emissioni lorde (748 miliardi) e dell'aumento degli interessi e dei rimborsi (218 miliardi) (tav. 100).

I rimborsi, ammontati a 1.213 miliardi, hanno subito una lieve flessione per il più modesto volume di BTP in scadenza rispetto agli anni precedenti. A causa della differente vita residua dei prestiti, la ripartizione dei rimborsi fra i singoli emittenti risulta diversa da quella dei titoli in circolazione; più precisamente gli istituti di credito speciale hanno effettuato rimborsi per il 44,4 per cento del totale (41,0 per cento dei titoli in circolazione) le imprese private per il 6,8 (4,8) lo Stato per il 35,0 (37,2) e le imprese pubbliche per il 13,8 (17,0) (tav. a 83).

Tav. 100

AMMORTAMENTI, CEDOLE ED EMISSIONI DI TITOLI A REDDITO FISSO (1)

(media annua - miliardi di lire)

Voci	1961-63	1964-65	1966-67	1968	1969	1970
Quote d'ammortamento rimborsate . . .	464	610	774	1.068	1.240	1.213
Cedole pagate	375	558	825	1.062	1.235	1.480
Totale . . .	839	1.168	1.599	2.130	2.475	2.693
Emissioni lorde	1.554	2.466	3.554	4.366	4.867	4.119

(1) Per una maggiore analisi, si veda la tavola a83

L'accresciuto flusso di interessi, passato da 1.235 a 1.480 miliardi, riflette, in aggiunta al maggior importo dei titoli in circolazione, l'aumento del tasso nominale disposto per le cartelle fondiarie in essere e per la generalità dei titoli di nuova emissione. Il minor tasso nominale dei titoli pubblici fa sì che anche la distribuzione dell'onere per interessi fra i diversi settori emittenti non corrisponda a quella delle consistenze: il Tesoro, che come si è detto ha in circolazione titoli, compresi quelli emessi tramite il CREDIOP, per il 37,2 per cento della consistenza dei titoli a reddito fisso, ha pagato interessi per il 35,3 per cento del totale; di conseguenza gli altri emittenti hanno corrisposto interessi in misura superiore alla loro partecipazione all'indebitamento obbligazionario complessivo.

L'andamento dei rendimenti. — L'aumento dei tassi, avvenuto fra il giugno 1969 e il luglio 1970 si è attuato in una situazione di mercato nella quale, contrariamente al triennio precedente, la ricerca del livello più rispondente alle condizioni congiunturali è stata lasciata al comportamento degli operatori. Le difficoltà da essi incontrate in

questa ricerca del punto di equilibrio, la riduzione dei tassi all'estero e l'esigenza di adattare la politica monetaria ai mutamenti congiunturali hanno però indotto la banca centrale a intraprendere sotto nuove forme un'azione regolatrice nell'attività di contrattazione dei principali titoli guida.

La fase di riduzione dei tassi, iniziata in luglio, ha coinciso con uguali movimenti sui mercati esteri, con una diminuzione nei deflussi di capitali, che ha tra l'altro consentito un più elevato saggio di espansione monetaria, e con il raggiungimento di un accordo fra le principali banche sui tassi massimi da corrispondere sui depositi. In seguito la limitazione delle emissioni offerte al pubblico e le aspettative di riduzione dei rendimenti, con conseguenti possibilità di guadagni o di recuperi in conto capitale, hanno impresso al movimento di flessione un ritmo sostenuto.

I rendimenti effettivi medi delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare che per le loro caratteristiche riflettono in misura preminente le condizioni del mercato secondario, sono aumentati di oltre tre punti (da 6,93 a 10,19 per cento) fra il luglio 1969 e luglio 1970, e si sono ridotti di 2,06 punti dal luglio 1970 al marzo 1971, situandosi a 8,13 per cento in quest'ultimo mese. Nel settore dei titoli di stato i movimenti sono stati di minor rilievo e si sono manifestati con un certo ritardo rispetto all'altro settore; i rendimenti, infatti, dopo essere aumentati fra il luglio 1969 e luglio 1970 da 5,66 a 8,08

TAV. 101

RENDIMENTO MEDIO EFFETTIVO DEI TITOLI A REDDITO FISSO

Titoli	luglio			marzo 1971	variazioni assolute fra		
	1968	1969	1970		lug. 1969 lug. 1968	lug. 1970 lug. 1969	mar. 1971 lug. 1970
<i>Titoli di stato</i>	5,65	5,66	8,08	6,95	0,01	2,42	- 1,13
Consolidati	4,79	4,96	5,55	5,65	0,17	0,59	0,10
Redimibili	5,87	5,78	8,13	7,09	- 0,09	2,35	- 1,04
Buoni del Tesoro poliennali	5,62	5,62	8,10	6,91	—	2,48	- 1,19
<i>Obbligazioni</i>	6,56	6,63	9,43	7,96	0,07	2,80	- 1,47
Per conto del Tesoro	6,70	6,72	9,54	8,20	0,02	2,82	- 1,34
Istituti di credito mobiliare	6,81	6,93	10,19	8,13	0,12	3,26	- 2,06
Istituti di credito immobiliare	5,93	5,95	7,70	7,40	0,02	1,75	- 0,30
ENEL-ENI-IRI	6,70	6,86	10,17	8,13	0,16	3,31	- 2,04
Altre imprese	6,92	7,07	10,85	8,53	0,15	3,78	- 2,32

per cento, sono rimasti stazionari fino a novembre e sono diminuiti di 1,16 punti (da 8,11 a 6,95 per cento) nel periodo dicembre 1970-marzo 1971 (tav. 101).

Con questa riduzione i tassi a lungo termine del mercato obbligazionario italiano si sono situati al livello di quelli delle euroobbligazioni; essi restano però lievemente più elevati di quelli dei mercati finanziari dei paesi della Comunità economica europea, che, non tenendo conto della diversa incidenza dell'imposizione fiscale, si collocavano in marzo in una fascia assai ristretta, compresa fra il 7,5 per cento dei Paesi Bassi e il 7,8 della Germania federale. L'esigenza di creare le condizioni per un'ulteriore discesa dei tassi sembra incontrare soprattutto due tipi di limitazioni: uno di carattere interno, nell'ampio volume della domanda di fondi da soddisfare e nell'esigenza di adeguare la remunerazione del risparmio al mutato tasso medio di degrado monetario; l'altro di carattere esterno, nella progressiva integrazione dei mercati finanziari che impone o l'allineamento dei tassi o il deflusso di capitali.

I tassi all'emissione. — I tassi all'emissione, pur muovendosi in parallelo a quelli del mercato secondario, hanno presentato variazioni assai più attenuate; i primi, con un'unica eccezione nel gennaio, sono rimasti su livelli costantemente inferiori ai secondi. In media i tassi effettivi all'emissione sono aumentati rispettivamente di 0,65 e 0,10 punti percentuali nei primi due trimestri del 1970, mentre quelli del mercato (considerando le obbligazioni degli istituti di credito mobiliare) sono aumentati per gli stessi periodi di 0,49 e 0,98 punti. Nel terzo trimestre, in presenza di emissioni assai modeste, la differenza fra i due tassi in oggetto ha raggiunto l'ampiezza massima; nel quarto è iniziato un processo di avvicinamento, essendo i tassi all'emissione saliti all'8,40 per cento e quelli sul mercato secondario, dopo l'aumento nei mesi centrali dell'anno, discesi al 9,20 (fig. 48). Questi raffronti, tuttavia, contengono un elemento eterogeneo per via del fatto che le nuove emissioni recano generalmente la cedola del 7 per cento e i titoli in circolazione in misura prevalente quella del 6; tale diversità, come è noto, influisce sui livelli e sulle fluttuazioni dei rendimenti effettivi dei titoli relativi.

All'inizio del 1971 i due comparti del mercato presentavano una situazione di maggiore equilibrio, con tassi effettivi per entrambi allineati ad un livello di poco superiore all'8 per cento. Per tenere conto dell'accresciuta propensione alla liquidità del pubblico e della maggiore

**PREZZO DI EMISSIONE E RENDIMENTO MEDIO EFFETTIVO
DELLE PRINCIPALI OBBLIGAZIONI (1)**

Periodo	Tasso nominale								In complesso	
	5 %		5,50 %		6 %		7 %			
	prezzo	rendi- mento	prezzo	rendi- mento	prezzo	rendi- mento	prezzo	rendi- mento	prezzo	rendi- mento
1960	99,0	5,25	99,5	5,65	—	—	—	—	99,4	5,50
1961	97,5	5,35	99,5	5,65	—	—	—	—	98,5	5,55
1962	97,0	5,45	97,5	5,90	—	—	—	—	97,3	5,70
1963	93,5	5,90	95,5	6,15	—	—	—	—	95,2	6,05
1964	—	—	92,0	6,55	94,5	6,90	—	—	94,3	6,85
1965	—	—	—	—	96,0	6,65	—	—	96,0	6,65
1966	—	—	—	—	96,5	6,55	—	—	96,5	6,55
1967	—	—	—	—	96,2	6,60	—	—	96,2	6,60
1968	—	—	—	—	96,2	6,60	—	—	96,2	6,60
1969 - 1 ^o trim. . . .	—	—	—	—	96,2	6,60	—	—	96,2	6,60
2 ^o »	—	—	—	—	96,2	6,60	—	—	96,2	6,60
3 ^o »	—	—	—	—	95,2	6,70	—	—	95,2	6,70
4 ^o »	—	—	—	—	92,4	7,25	—	—	92,4	7,25
1970 - 1 ^o trim. . . .	—	—	—	—	—	—	97,0	7,90	97,0	7,90
2 ^o »	—	—	—	—	—	—	94,0	8,00	94,0	8,00
3 ^o »	—	—	—	—	—	—	89,0	8,40	89,0	8,40
4 ^o »	—	—	—	—	—	—	90,7	8,40	90,7	8,40
1971 - 1 ^o trim. . . .	—	—	—	—	—	—	95,4	8,20	95,4	8,20

(1) Sulla determinazione del rendimento incidono, oltre al prezzo di emissione e al tasso nominale, la durata del prestito, le modalità di ammortamento e i premi.

considerazione del rendimento immediato, le nuove emissioni recano una minore vita media del titolo e un maggiore tasso nominale (tav. 102).

L'attenzione delle autorità monetarie nei confronti dei tassi a lungo termine si è accentrata, nell'anno in esame, soprattutto sul mercato delle emissioni: così, l'autorizzazione ad emettere a tassi superiori a quelli di mercato, concessa nel gennaio 1970, mirava ad abbreviare i tempi di allineamento dei tassi interni a quelli esteri; essa inoltre offriva un'indicazione al mercato di quello che poteva essere considerato, nella situazione allora vigente, un livello di equilibrio e, nello stesso tempo, saggiava gli orientamenti degli investitori circa il livello di rendimento dei titoli da essi desiderato. Il fatto di non avere successivamente consentito che i tassi all'emissione aumentassero al pari di quelli del mercato, limitando l'offerta al pubblico di titoli, ha contribuito al miglioramento delle quotazioni e, quindi, alla diminuzione dei rendimenti e all'allineamento delle condizioni del mercato secondario a quelle delle nuove emissioni.

La variabilità e le componenti del rendimento effettivo. — La presenza sul mercato di tassi di rendimento effettivi differenti per gruppi di titoli con un diverso tasso nominale ha reso opportuno spingere l'analisi alle componenti del rendimento stesso e alla sua variabilità per ricercare, nella diversa importanza attribuita ad esse dagli investitori, gli schemi di comportamento che fanno muovere il mercato.

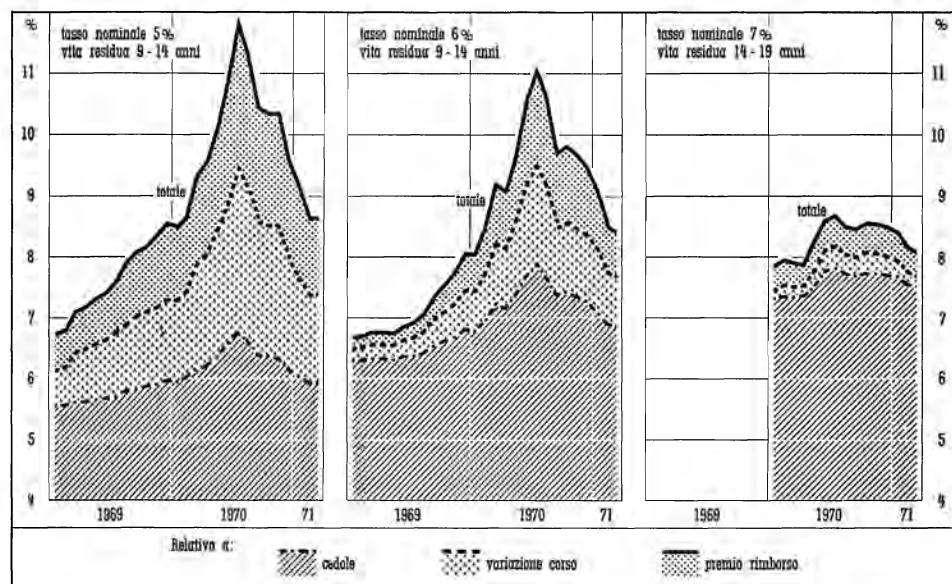
Le caratteristiche dei titoli in essere non presentano condizioni di uniformità e stabilità nel tempo tali da consentire un'esatta individuazione dell'importanza che gli investitori assegnano a ciascuna componente del rendimento effettivo. Ciò nonostante, dall'esame di un gruppo di obbligazioni, diverse soprattutto per la cedola, risulta evidente la richiesta da parte degli investitori privati di un rendimento medio effettivo più elevato se nella composizione dello stesso assumono maggior peso gli elementi di più difficile apprezzamento, cioè quelli aventi un minor grado di certezza in quanto legati alla probabilità di estrazione del titolo prima della scadenza finale. Appare in altri termini avvalorata la tesi dell'esistenza di una preferenza per i titoli fruenti di un maggiore rendimento immediato certo, cioè di una cedola più elevata.

Questo atteggiamento, tipico dei piccoli investitori, sembra riguardare anche gli intermediari finanziari, i quali, forse per l'aumento dell'onere corrente per interessi passivi sulla loro provvista, preferiscono titoli con tasso immediato elevato in quanto questo, più del rendimento medio effettivo, corrisponde al reddito corrente dell'investimento. Essi peraltro hanno la possibilità, a differenza dei privati, anche a motivo del volume di titoli che acquistano, di scaglionare gli investimenti in relazione alla scadenza dei titoli e alle tecniche di ammortamento dei prestiti, in maniera tale da conseguire un rendimento molto vicino a quello effettivo del prestito.

Si può riscontrare una conferma della tesi esposta in precedenza nel fatto che il rendimento effettivo di alcuni gruppi di obbligazioni presi in esame va decrescendo man mano che si passa dai titoli con tassi nominali più bassi a quelli con tassi nominali più elevati. Così, ad esempio, nel gennaio 1970 i titoli con cedola 7 per cento sono stati collocati a un rendimento effettivo lievemente inferiore a quelli dei titoli in essere con cedola 6 e 5 per cento; essi però recavano un tasso immediato (7,32 per cento) superiore ai tassi degli altri titoli (6,81 e 5,97 per cento rispettivamente per i titoli con cedola 6 e 5). In luglio, poi, allorché il divario di rendimento effettivo tra i titoli a

cedola più alta e quelli a cedola più bassa ha superato 3 punti a vantaggio dei secondi, le parti aleatorie del rendimento, cioè quelle relative all'estrazione dei titoli per il rimborso, hanno assunto una dimensione più rilevante per questi ultimi (due quinti del totale) e progressivamente meno importante per i titoli 6 per cento (un terzo del rendimento totale) e 7 per cento (un decimo) (fig. 49).

FIG. 49



Componenti del rendimento medio effettivo
di un gruppo di obbligazioni distinte per tasso nominale

Un altro elemento che influisce sulla struttura dei rendimenti è costituito dalla variabilità di ciascun rendimento attorno al suo valore medio probabile (definito appunto nelle statistiche rendimento medio effettivo). L'importanza che gli investitori assegnano a questo fattore è in relazione alla diversa posizione che essi assumono nei confronti del rischio. L'avversione al rischio consiglia l'acquisto di titoli recanti tasso nominale molto vicino a quello effettivo; la propensione al rischio dovrebbe invece condurre a scegliere titoli il cui rendimento presenta un ampio campo di variazione, ossia titoli con tasso nominale molto più basso di quello effettivo.

L'andamento dei rendimenti medi effettivi dei singoli gruppi di titoli considerati dà un'indicazione, per l'ultimo biennio, della maggiore variabilità registrata dai tassi dei titoli recanti un basso saggio nominale rispetto agli altri; infatti, per i titoli al 5 per cento il rendimento è

aumentato, tra il dicembre 1968 e il luglio 1970, di 5,06 punti ed è diminuito di 3,30 nel periodo terminante a marzo 1971; per quelli al 6 per cento esso, nei medesimi periodi, è aumentato di 3,43 punti e diminuito di 1,82. I raffronti fra rendimenti dei titoli recanti cedole del 5, del 6 e del 7 per cento, possibili solo dal gennaio 1970 per la mancanza di emissioni di titoli al 7 nel periodo precedente, sono influenzati anche dalla diversità degli importi in circolazione e dell'età media

Tav. 103

RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DISTINTE PER TASSO NOMINALE

Tasso nominale	5 %	6 %	7 %	5 %	6 %	7 %	5 %	6 %	7 %
Mese									
	<i>immediato (1)</i>			<i>medio effettivo (2)</i>			<i>ultimo rimborso (3)</i>		
1968 - dic. .	5,59	6,37	—	6,88	6,72	—	6,22	6,52	—
1969 - » .	6,00	6,78	—	8,55	7,65	—	7,21	7,16	—
1970 - gen. .	5,97	6,81	7,32	8,49	7,68	7,50	7,17	7,21	7,40
lug. .	6,83	7,93	7,82	11,94	10,15	8,46	9,13	8,83	8,09
dic. .	6,15	7,51	7,71	9,56	9,35	8,26	7,70	8,28	7,95
1971 - gen. .	6,05	7,27	7,68	9,13	8,83	8,12	7,52	7,92	7,90
feb. .	5,91	7,08	7,54	8,63	8,41	7,90	7,20	7,64	7,70
mar. .	5,91	7,03	7,49	8,64	8,33	7,83	7,20	7,59	7,65

(1) Rapporto tra cedola e corso o prezzo di emissione, tenuto conto del pagamento semestrale. — (2) Tasso di sconto da applicare alle prestazioni future offerte dal titolo, nell'ipotesi di rimborso alla scadenza media, per ottenere un valore attuale pari al corso o al prezzo di emissione. — (3) Tasso di sconto da applicare alle prestazioni future offerte dal titolo nell'ipotesi meno favorevole per l'investitore di rimborso alla scadenza finale, per ottenere un valore attuale pari al corso o al prezzo di emissione.

dei portafogli costituiti dai titoli con cedola differente. Ciò nonostante, essi consentono di accertare con sufficiente chiarezza una relativa stabilità del rendimento delle obbligazioni 7 per cento (+ 0,96 punti nella fase ascendente gennaio-luglio 1970 e - 0,63 in quella discendente) e un'ampia variabilità negli stessi periodi di quello dei titoli al 5 e al 6 per cento (saliti rispettivamente di 3,45 e 2,47 punti e diminuiti poi di 3,30 e 1,82 punti) (tav. 103).

Azioni.

Il mercato azionario ha presentato nell'anno in esame aspetti contrastanti: un elevato aumento delle emissioni di azioni, una forte riduzione del volume delle contrattazioni sul mercato secondario e ampie flessioni dei corsi dei titoli. I principali fattori che hanno influenzato

l'andamento del mercato primario si possono indicare nell'approssimarsi del termine per le agevolazioni fiscali e nell'accresciuto costo dell'indebitamento. Le incertezze sulla redditività delle imprese, l'ulteriore ritardo subito dal provvedimento di istituzione dei fondi comuni di investimento, l'esaurirsi degli effetti positivi legati all'attività dei fondi esteri, oltre che le note carenze strutturali, hanno impresso al mercato secondario una tendenza complessivamente cedente. Anche il volume rilevante delle nuove emissioni può aver concorso, assorbendo risorse altrimenti disponibili sul mercato secondario, alla riduzione delle quotazioni.

I provvedimenti decisi durante il 1969 al fine di aumentare il numero delle società quotate in borsa, hanno dato finora modesti risultati: il listino della borsa valori di Milano si è ampliato nel 1970 per l'iscrizione di otto nuovi titoli, tra i quali quelli delle tre Banche di interesse nazionale. Si osserva anzi un più rapido sviluppo dei capitali azionari delle società non quotate, tale che si è ulteriormente accresciuta la loro importanza relativa rispetto al capitale azionario complessivo. Allo scopo di accelerare l'ampliamento del mercato è stata concessa nel 1970 una nuova agevolazione fiscale per le società che chiederanno l'ammissione alle quotazioni; la misura, che potrebbe risultare efficace soprattutto nel medio periodo, consiste nella riduzione del 10 per cento dell'imposta sulle società per la durata di cinque anni.

Le emissioni di azioni. — Nel corso del 1970 sono state realizzate operazioni di aumento di capitale a pagamento per 1.123 miliardi, 1.011 al netto delle duplicazioni, con un incremento di 330 rispetto all'anno precedente.

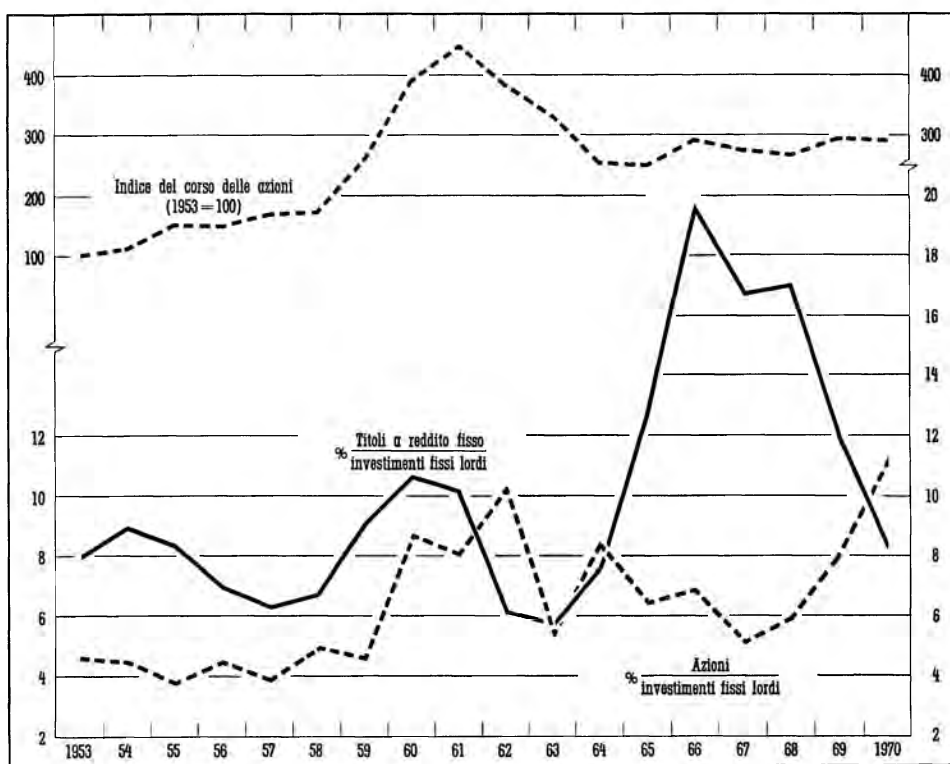
L'approssimarsi del termine di scadenza delle agevolazioni fiscali per gli aumenti di capitale ha fatto concentrare le nuove emissioni soprattutto nel trimestre giugno-agosto, ultimi mesi di validità del primo dei provvedimenti indicati, poi prorogato sino alla data di entrata in vigore della riforma tributaria. E' probabile che le imprese, nell'incertezza circa la concessione della proroga, abbiano preferito non dilazionare le operazioni programmate sulla base dell'originario periodo di applicazione del provvedimento.

Gli aumenti di capitale hanno riguardato per quattro quinti le società non quotate, le quali effettuano le operazioni prevalentemente con apporti degli azionisti, senza offerta al pubblico dei propri titoli. Poiché le società quotate in borsa, il cui capitale costituisce i due quinti del capitale societario italiano, hanno partecipato alle emissioni di azioni

nell'ultimo biennio soltanto per un quinto, si può ritenere che la quotazione sul mercato ufficiale, pur offrendo in linea di principio una maggiore liquidabilità dei titoli, non abbia costituito, per il periodo più recente, una condizione di vantaggio per la raccolta del capitale di rischio.

L'accresciuto volume di sottoscrizioni di azioni nell'ultimo biennio si è accompagnato a una riduzione negli acquisti di titoli a reddito fisso; esso inoltre, essendosi accentrato nel settore delle società non quotate, non è stato influenzato dall'andamento cedente delle quotazioni dei titoli presso i mercati ufficiali (fig. 50). Infine la domanda

FIG. 50



Emissioni di azioni e loro principali determinanti

(corsi azionari, titoli acquistati dalla categoria « economia e estero » e investimenti)

di azioni, specialmente nei settori delle medie e piccole imprese e delle società a partecipazione statale, sembra determinata soprattutto dal desiderio di mantenere inalterata la propria quota di partecipazione al capitale.

La sottoscrizione di nuove azioni, ottenibile in via indiretta attraverso l'esame delle variazioni nette dei portafogli delle principali cate-

gorie di investitori, presenta una maggiore partecipazione dei non residenti, interessati soprattutto alle azioni non quotate, e delle società del settore pubblico, avvenuta a spese delle imprese private e degli investitori singoli (tavv. 104 e a 86).

TAV. 104

CONSISTENZE DEI VALORI MOBILIARI PER CATEGORIE DI POSSESSORI (1)

(dati di fine anno; ripartizione percentuale; totale in miliardi di lire)

Categorie di possessori	1961	1963	1965	1967	1969	1970
<i>Reddito fisso</i>						
<i>Privati</i>	58,5	50,3	43,8	44,7	41,5	39,1
<i>Società</i>	1,6	1,7	1,9	1,7	1,4	1,3
<i>Eestero</i>	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
<i>Sistema bancario</i>	29,4	32,4	38,1	41,7	47,8	51,0
<i>Altri intermediari finanziari</i>	10,1	15,2	15,8	11,6	9,1	8,4
<i>Totale</i> . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Totale al valore nominale .	6.846	9.177	12.917	18.526	25.480	28.635
<i>Azioni</i>						
<i>Privati</i>	36,2	39,5	34,8	33,2	31,4	30,5
<i>Società</i>	51,7	43,4	45,6	44,6	44,2	44,2
<i>Eestero</i>	9,9	15,0	17,4	19,5	21,6	22,6
<i>Sistema bancario</i>	1,0	0,9	0,8	1,0	1,0	0,9
<i>Altri intermediari finanziari</i>	1,2	1,2	1,4	1,7	1,8	1,8
<i>Totale</i> . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>quotate</i>	56,4	51,3	43,0	40,9	39,6	39,0
<i>non quotate</i>	43,6	48,7	57,0	59,1	60,4	61,0
Totale al valore di mercato	20.772	17.463	14.973	16.860	19.472	20.318

(1) Per una maggiore analisi, si veda la tavola a86

La maggior parte delle disponibilità derivanti dagli aumenti di capitale è affluita, come negli anni precedenti, al settore industriale: 695 miliardi, pari al 68,7 per cento del totale delle emissioni azionarie (62,8 per cento nel 1969). Sotto il profilo della dimensione e della natura giuridica degli emittenti, si rileva che le medie e piccole imprese del settore privato hanno accresciuto la loro partecipazione agli aumenti netti di capitale realizzati nell'anno, passando dal 60 al 64 per cento del totale; le imprese del settore pubblico hanno mantenuto stazionaria la

propria partecipazione (17 per cento) mentre le grandi società private hanno registrato una diminuzione in termini relativi passando dal 23 al 19 per cento (tav. a 87).

Le quotazioni azionarie e l'attività dei fondi comuni di investimento. — L'aumento delle quotazioni, manifestatosi durante il 1969, è proseguito sino alla metà di aprile dell'anno in esame; successivamente è subentrata una flessione, tale che l'indice medio dei corsi si è ridotto del 18 per cento fra il dicembre 1969 e il dicembre 1970. I rendimenti delle azioni, riflettendo la riduzione dei corsi, sono passati nello stesso periodo da 3,86 a 4,65 per cento.

Il movimento ascendente delle quotazioni dei primi mesi dell'anno, che ha fatto seguito alla stazionarietà di fine 1969, si è accompagnato a un aumento delle contrattazioni. L'accresciuta attività del mercato può essere spiegata dalle aspettative di una pronta ripresa dell'attività produttiva, dal mantenimento ad un livello elevato degli investimenti dei fondi comuni esteri sul mercato italiano (commisuratisi a circa 25 miliardi nel primo semestre) e infine dall'attesa di un'imminente istituzione dei fondi comuni di investimento italiani.

Le previsioni sul deterioramento della congiuntura, le riduzioni dei dividendi azionari annunciati in aprile e in maggio e la generale flessione dei corsi presso i principali mercati esteri hanno contribuito ad imprimere alle quotazioni un andamento cedente. Il movimento, che si è protratto per tutto il secondo semestre, è stato caratterizzato da una forte diminuzione nel volume della domanda di titoli.

Passando all'esame dell'attività dei fondi comuni esteri operanti in Italia, si rileva che essa ha risentito dell'andamento negativo dei corsi dei titoli, che ha determinato una generale riduzione dei prezzi delle parti, innestatasi in un ambiente già scosso dalle difficoltà attraversate da alcuni fondi comuni operanti su scala internazionale. La raccolta dei fondi, al netto delle quote rimborsate, è diminuita sensibilmente (le stime indicano da 140 a 95 miliardi); nel contempo si è accresciuta la propensione a detenere disponibilità liquide, sia per un aumento delle richieste di riscatto delle parti, sia per l'elevata remunerazione offerta sui depositi bancari a breve termine; di conseguenza

l'apporto al mercato azionario mediante acquisti di titoli si è pressoché dimezzato (45 miliardi contro 80 dell'anno precedente).

La ridotta capacità di attrazione dei fondi comuni sembra doversi ricercare nell'allineamento dei prezzi delle quote dei fondi alla generale flessione dei corsi delle azioni presso i principali mercati; questo fatto ha deluso le aspettative di continui incrementi del valore delle quote che un certo tipo di propaganda aveva contribuito a diffondere. I prezzi delle quote dei fondi operanti in Italia, non tenendo conto delle commissioni di acquisto e di vendita, presentano flessioni che si aggirano attorno alla variazione media dei corsi delle azioni presso le borse. Il fatto di non aver offerto in media più ampie garanzie contro le perdite in conto capitale e l'inserimento di un elemento di illiquidità dell'investimento, reso evidente dalle difficoltà incontrate da alcuni fondi a provvedere con immediatezza alle richieste di rimborso delle quote, si ritiene abbiano esercitato per ora un effetto negativo sulle possibilità di diffusione dei fondi comuni di investimento nel nostro paese.

L'ATTIVITA' DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

L'insufficiente formazione del capitale di rischio, dovuta anche alla carenza di meccanismi atti a promuoverla, e l'esistenza di circuiti finanziari privilegiati, basati sulla concessione di crediti a tassi agevolati e sul particolare trattamento fiscale delle emissioni di obbligazioni, hanno fatto assumere un peso crescente nel finanziamento delle imprese all'indebitamento a medio e a lungo termine presso gli istituti di credito speciale.

Le autorità monetarie hanno assecondato questa attività di intermediazione contenendo i riflessi delle misure di controllo della base monetaria sulla raccolta degli istituti e favorendo in diversi modi il reperimento dei fondi sul mercato interno e su quello internazionale.

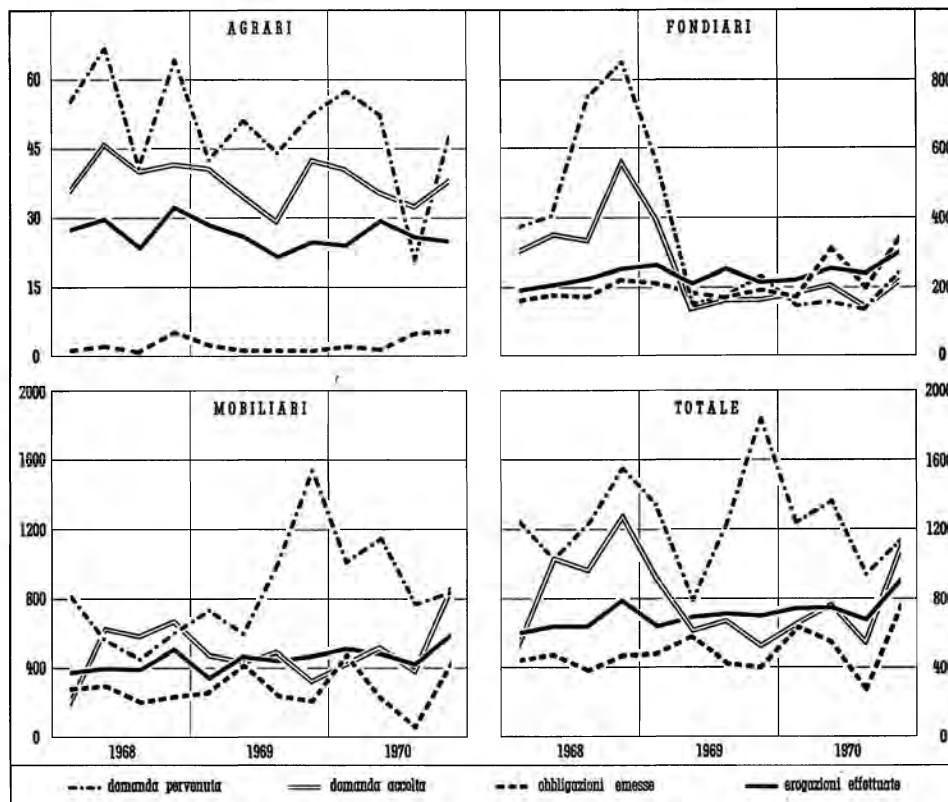
La domanda di fondi. — Dalla seconda metà del 1969 l'esistenza di una vasta area di credito a tassi agevolati ha spinto la domanda di finanziamento agli istituti speciali in direzione opposta rispetto alle possibilità di reperimento dei fondi. Infatti l'ampliarsi del divario tra i tassi di mercato e quelli di favore non solo ha determinato uno spostamento della domanda verso i finanziamenti agevolati ma ha anche accresciuto il suo volume complessivo; per contro la discesa dei corsi obbligazionari ha ridotto la propensione del pubblico verso gli investimenti mobiliari, determinando difficoltà di raccolta da parte degli istituti. Inoltre, nei limiti in cui l'aumento dei tassi ha contratto l'ammontare del credito mobilizzabile con gli stanziamenti di bilancio o si sono avuti ritardi nell'adeguamento dei tassi riconosciuti agli istituti su tali operazioni, l'attività di questi ultimi si è orientata verso i finanziamenti a tassi di mercato, cioè in senso opposto a quello dei richiedenti.

I tassi riconosciuti agli istituti, detti anche tassi-base, vengono fissati in relazione al costo della raccolta, previa delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio; la differenza fra il tasso-base e il tasso agevolato posto a carico del mutuatario determina la misura del concorso statale e di conseguenza il credito mobilizzabile con dati stanziamenti di bilancio.

Nel 1970, ove si escluda il credito immobiliare che ha risentito del calo delle progettazioni di fabbricati residenziali, la richiesta di fondi si è mantenuta assai sostenuta commisurandosi a 3.778 miliardi a fronte di 3.887 nel 1969 (686 miliardi contro 1.135 nel credito

edilizio e 178 contro 190 miliardi nel credito agrario) ed ha presentato un'ampia diversificazione settoriale, a differenza del 1969 durante il quale si era avuta una forte concentrazione nel settore chimico (fig. 51).

Fig. 51



Principali indicatori dell'attività degli istituti di credito speciale
(flussi trimestrali in miliardi di lire)

L'accoglimento di nuove richieste di mutui è rimasto su livelli modesti durante i primi tre trimestri dell'anno, allorché gli istituti mobiliari, in attesa di nuovi stanziamenti per il credito agevolato e dell'adeguamento dei tassi riconosciuti su queste operazioni, hanno rallentato l'esame delle relative domande, operando maggiormente nel comparto dei finanziamenti a condizioni di mercato. Nell'ultimo trimestre, mutata la situazione di approvvigionamento dei fondi e rimossi gli ostacoli precedentemente menzionati, l'accoglimento delle domande ha segnato una forte ripresa, specie nel comparto a tassi agevolati; nel complesso l'importo è più che raddoppiato rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

Nel credito mobiliare gli impegni in essere sono passati da 2.848 a 3.089 miliardi nel corso dell'ultimo trimestre, continuando ad accre-

scersi a ritmo intenso nei primi mesi del 1971; considerati anche l'ammontare della domanda in attesa di esame e l'eccezionale situazione di liquidità degli istituti, nel 1971 è da attendersi uno sviluppo delle erogazioni di questi istituti. Nel credito immobiliare, invece, si è avuta durante l'intero anno una progressiva riduzione sia degli impegni in essere sia della domanda in attesa di esame.

La provvista. — I mezzi reperiti dagli istituti speciali nel 1970 sono ammontati a 3.368 miliardi a fronte di 3.116 nel 1969. Essendosi ridotta l'intermediazione a favore del Tesoro, l'aumento ha riguardato unicamente la provvista destinata alla normale attività di finanziamento ed è dovuto soprattutto allo sviluppo della raccolta obbligazionaria e al ricorso ai mercati esteri e internazionale (tav. 105).

Tav. 105

MEZZI DI PROVISTA DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE
(variazioni in miliardi di lire)

Forme tecniche Settori di origine	Istituti di credito						Totale	
	mobiliare		fondiario e edilizio		agrario			
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
FORME TECNICHE								
Obbligazioni (1)	762,6	822,9	547,6	804,0	— 0,1	7,8	1.310,1	1.634,7
Depositi e buoni fruttiferi . .	114,9	170,0	—	—	—	—	114,9	170,0
Risconto	—	—	—	—	39,9	14,7	39,9	14,7
C/c e anticipazioni con aziende di credito	- 40,0	121,5	78,5	- 24,9	39,5	37,4	78,0	134,0
Fondi dal Mediocredito	77,8	24,0	—	—	—	—	77,8	24,0
Prestiti in valuta	99,7	426,8	—	—	—	—	99,7	426,8
Patrimonio	99,8	120,2	24,2	27,6	3,9	6,3	127,9	154,1
Altre	78,2	20,8	20,1	17,0	54,9	46,6	153,2	84,4
Totale . . .	1.193,0	1.706,2	670,4	823,7	138,1	112,8	2.001,5	2.642,7
SETTORI DI ORIGINE								
Privati e società	519,7	258,8	223,7	603,7	1,9	9,7	745,3	852,8
Banca d'Italia e UIC	18,8	31,2	11,5	9,7	41,9	14,0	72,2	54,9
Aziende di credito	432,0	795,1	346,7	139,3	40,0	51,5	818,7	985,9
Altre istituzioni creditizie (2) .	51,6	139,1	56,0	33,5	3,6	5,1	111,2	177,7
Settore pubblico (3)	63,2	51,2	32,5	37,5	50,7	51,9	146,4	140,6
Estero	107,7	430,8	—	—	—	—	107,7	430,8
Totale . . .	1.193,0	1.706,2	670,4	823,7	138,1	112,8	2.001,5	2.642,7
Obbligazioni per c/ Tesoro . .	1.114,3	725,7	—	—	—	—	1.114,3	725,7
TOTALE . . .	2.307,3	2.431,9	670,4	823,7	138,1	112,8	3.115,8	3.368,4

(1) Escluse le obbligazioni del Mediocredito centrale il cui importo in circolazione si è accresciuto di 107 miliardi nel 1969 e di 37 nel 1970. — (2) Istituti di credito speciale e istituti assicurativi. — (3) Tesoro, Regioni, Cassa per il Mezzogiorno (fondi propri), Cassa DD.PP., istituti previdenziali.

La raccolta, assai vivace nei primi mesi dell'anno, ha incontrato difficoltà crescenti in quelli successivi a seguito del rialzo dei tassi sul mercato finanziario; durante questo periodo gli istituti hanno fatto fronte agli impegni assunti attraverso la progressiva riduzione delle disponibilità e con i mezzi reperiti sul mercato internazionale. Quest'ultimi, intermediati in prevalenza attraverso l'assunzione di prestiti a medio termine, hanno costituito una fonte alternativa di notevole importanza contribuendo per un quarto alla provvista degli istituti mobiliari.

Dagli ultimi mesi del 1970, la raccolta di fondi sul mercato interno ha segnato una forte espansione in relazione alla tendenza decrescente dei tassi e alla possibilità di collocamento dei titoli degli istituti mobiliari nella riserva obbligatoria delle aziende di credito. Circa un terzo della provvista destinata alla normale attività di finanziamento è stato realizzato in novembre e dicembre; in questo bimestre, si è fortemente sviluppata anche l'intermediazione di depositi e buoni fruttiferi, per effetto sia dell'abolizione dei limiti alla loro remunerazione sia dell'accordo sui tassi dei depositi a breve termine. Questa forma di provvista, rimasta pressoché stazionaria nei primi dieci mesi del 1970, ha fornito complessivamente 170 miliardi, cioè un importo superiore a quello realizzato nel 1969 (115 miliardi) e ha continuato a svilupparsi in misura elevatissima nei primi mesi del 1971.

Le aziende di credito hanno sostenuto l'attività degli istituti speciali, specie quella dei mobiliari, anche mediante la concessione di anticipazioni, contribuendo nel complesso ad oltre un terzo della provvista ordinaria (tav. a 93). I privati hanno fornito un maggiore flusso di risorse attraverso la sottoscrizione di cartelle, riducendo peraltro il loro apporto agli istituti mobiliari ed agrari. La partecipazione dei mezzi di provenienza pubblica alla provvista di nuova formazione è diminuita per effetto del ridotto apporto del Mediocredito centrale e del maggiore peso che negli ultimi anni hanno assunto gli interventi nella forma del concorso agli interessi.

Gli impieghi. — Nel 1970 le erogazioni degli istituti speciali hanno segnato nel complesso una lieve diminuzione rispetto al 1969 (4.446 miliardi contro 4.513) dovuta ai mutui per conto del Tesoro e ai crediti sull'estero. Le attività produttive interne hanno invece beneficiato di un volume di operazioni di gran lunga superiore a quello del 1969 (tav. 106).

La dinamica delle erogazioni sull'interno nel 1970 rispecchia quella degli investimenti; ad uno sviluppo assai intenso nel primo trimestre sono seguite una progressiva decelerazione nei due trimestri successivi ed una espansione notevole negli ultimi mesi dell'anno in concomitanza, oltre

Tav. 106

IMPIEGHI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE (1)

(miliardi di lire)

Impieghi	Erogazioni		Rimborsi		Incrementi netti	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
SULL'INTERNO	2.966,9	3.364,3	1.331,4	1.576,8	1.635,5	1.787,5
A medio e lungo termine	2.733,5	3.104,8	1.123,6	1.339,8	1.609,9	1.765,0
mobiliari	1.689,0	1.972,8	809,6	947,3	879,4	1.025,5
fondiari e edilizi	944,7	1.028,5	271,1	341,8	673,6	686,7
agrari di miglioramento	99,8	103,5	42,9	50,7	56,9	52,8
Credito agrario di esercizio	233,4	259,5	207,8	237,0	25,6	22,5
SULL'ESTERO	317,8	213,4	40,8	59,3	277,0	154,1
Crediti finanziari	197,8	177,2	34,0	56,2	163,8	121,0
Crediti a non residenti	120,0	36,2	6,8	3,1	113,2	33,1
Totale	3.284,7	3.577,7	1.372,2	1.636,1	1.912,5	1.941,6
PER CONTO DEL TESORO	1.227,9	867,9	136,5	167,8	1.091,4	700,1
TOTALE	4.512,6	4.445,6	1.508,7	1.803,9	3.003,9	2.641,7
(1) Escluso il finanziamento ammassi . . . . .	....	....	....	....	29,8	- 15,7

che con una certa ripresa degli investimenti, con le accresciute disponibilità degli istituti. Le erogazioni del quarto trimestre hanno superato del 31 per cento quelle effettuate nel corrispondente periodo del 1969 e del 25 per cento la media dei primi tre trimestri del 1970; l'espansione è proseguita nei primi mesi del 1971.

Per effetto del più elevato peso dei rimborsi, commisuratosi all' 11,2 per cento dei mutui in essere all'inizio dell'anno (10,7 per cento nel 1969) l'incremento della consistenza degli impieghi è stato nel 1970 solo lievemente superiore a quello dell'anno precedente; in termini percentuali esso è risultato in aumento solo nel credito mobiliare (12,4 contro 11,9 per cento) e lievemente in diminuzione per il totale delle operazioni sull'interno (12,6 contro 13,4 per cento).

Riguardo alla natura dei mutuatari, il settore pubblico ha ottenuto un flusso di finanziamenti molto più elevato che nel 1969, cosicché ha aumentato dal 17 al 23 per cento la partecipazione all'incremento

totale dei mutui. In particolare hanno beneficiato di maggiori finanziamenti le imprese a partecipazione statale, le quali hanno realizzato nell'anno una forte espansione degli investimenti, mentre gli enti territoriali anche nel 1970 hanno ridotto il ricorso al credito a medio e a lungo termine; ciò può essere connesso con il perdurare delle difficoltà di collocamento delle cartelle da parte delle sezioni per il finanziamento delle opere pubbliche (tav. 107). Nel settore privato le grandi imprese,

TAV. 107

IMPIEGHI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE
PER CATEGORIE DI CLIENTI (1)
(dati della Centrale dei Rischi)

Categorie di clienti	Variazioni assolute (miliardi di lire)		Variazioni percentuali		Composizioni percentuali	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
SETTORE PUBBLICO	281,5	411,3	7,4	10,1	17,1	23,5
enti territoriali	118,0	82,6	9,5	6,1	7,2	4,7
aziende autonome	— 7,0	62,0	— 4,9	45,7	— 0,4	3,6
altri enti pubblici	5,7	9,5	8,2	12,6	0,3	0,5
imprese pubbliche	164,8	257,2	7,0	10,2	10,0	14,7
a partecipazione statale	119,4	213,6	5,8	9,8	7,2	12,2
altre	45,4	43,6	15,1	12,6	2,8	2,5
SETTORE PRIVATO	1.362,1	1.337,3	16,4	13,8	82,9	76,5
principali società	316,0	450,2	18,2	21,9	19,2	25,8
altre imprese	1.046,1	887,1	15,9	11,6	63,7	50,7
di cui: famiglie (2)	290,0	300,0	16,8	14,9	17,6	17,2
TOTALE . . .	1.643,6	1.748,6	13,6	12,7	100,0	100,0

(1) Esclusi i mutui per conto del Tesoro, gli impieghi sull'estero e il finanziamento ammassi obbligatori. —
(2) Stime.

che incontrano minori difficoltà rispetto a quelle medie e piccole nel finanziarsi a condizioni di mercato, hanno sviluppato l'indebitamento ad un tasso superiore a quello del 1969, mentre l'attività creditizia in favore delle medie e piccole imprese ha segnato una forte diminuzione. Queste ultime sembrano subire maggiormente gli effetti dell'aumento dei tassi: poiché il credito agevolato ha assunto la caratteristica di loro normale canale di approvvigionamento, esse mostrano una minore elasticità di adattamento della gestione all'indebitamento a tassi di mercato e pertanto trovano una remora all'attuazione delle decisioni di investimento nei periodi in cui il rialzo dei tassi medesimi contrae l'ammontare dei finanziamenti agevolati mobilizzabili con i fondi iscritti in bilancio.

La distribuzione del credito secondo l'esposizione degli affidati, desumibile dai dati della Centrale dei Rischi, conferma l'andamento dianzi rilevato: i mutuatari con esposizione più contenuta ed in particolare quelli appartenenti ai settori degli enti pubblici e dell'industria hanno ottenuto un minor flusso di credito (tav. 108). Per le imprese

TAV. 108

**DISTRIBUZIONE DEGLI IMPIEGHI SECONDO L'ATTIVITA' ECONOMICA
E L'ESPOSIZIONE DEGLI AFFIDATI (1)**

(variazioni assolute e limiti delle classi in miliardi di lire - dati della Centrale dei Rischi)

Attività economiche	Classi di esposizione								
	fino a 0,25	da 0,25 a 2	oltre 2	Totale	fino a 0,25	da 0,25 a 2	oltre 2	Totale	
	(variazioni assolute)				(variazioni percentuali)				
Enti pubblici e attività finanziarie e assicurative . . .	1969	17,7	27,5	91,6	136,8	1,5	12,5	158,8	9,4
	1970	- 69,3	27,9	94,9	53,5	- 5,8	11,3	63,6	3,4
Opere e servizi pubblici edilizia e agricoltura (2) .	1969	459,3	213,9	313,7	986,9	14,1	21,1	9,2	12,8
	1970	386,3	246,2	541,4	1.173,9	10,2	20,1	14,5	13,4
Industria	1969	121,4	60,7	337,8	519,9	18,3	9,1	14,6	14,2
	1970	34,1	70,8	416,3	521,2	4,3	9,7	15,7	12,5
TOTALE . . .	1969	598,4	302,1	743,1	1.643,6	13,6	15,9	12,8	12,8
	1970	351,1	344,9	1.052,6	1.748,6	6,1	15,6	16,1	12,1

(1) Esclusi i mutui per conto del Tesoro, gli impieghi sull'estero e il finanziamento ammassi obbligatori. —
(2) Comprende l'industria alimentare.

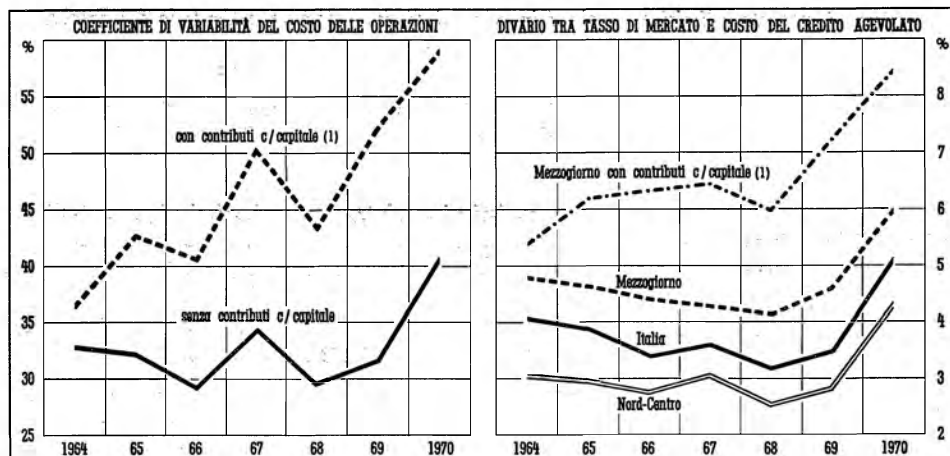
(1) Esclusi i mutui per conto del Tesoro, gli impieghi sull'estero e il finanziamento ammassi obbligatori. —
(2) Comprende l'industria alimentare.

operanti in edilizia e in agricoltura la diminuzione è meno accentuata, date le diverse caratteristiche dimensionali e produttive dei beneficiari; infatti, pur essendo uguale il limite minimo delle esposizioni rilevate, il credito censito a fine 1970 rappresentava per gli istituti immobiliari solo il 56 per cento del credito in essere, mentre l'analogo rapporto per gli istituti mobiliari era del 97 per cento.

Il credito agevolato. — La diffusione delle agevolazioni di tasso ad un maggior numero di iniziative e la tendenza negli ultimi anni verso una più estesa applicazione dei benefici alle imprese localizzate nel Centro-nord, anche per effetto dello sviluppo dei crediti all'esportazione e dei finanziamenti erogati alle imprese colpite dalle alluvioni, non sembrano aver fatto venir meno la funzione di orientamento dei flussi creditizi verso determinati settori e territori esercitata dalla diversificazione del loro costo.

Dall'esame delle quantità di credito erogate ai vari tassi dagli istituti mobiliari dal 1964, anno di inizio delle rilevazioni, la variabilità dei costi non appare infatti in diminuzione anche ove si escluda il 1970, anno in cui la dispersione si è accentuata per effetto del forte rialzo del tasso di mercato; la variabilità mostra peraltro un'evidente tendenza all'aumento se si considera l'incidenza dei contributi in conto capitale sul costo del credito agevolato (fig. 52).

FIG. 52



Costo delle operazioni degli istituti di credito mobiliare

(1) Concessi ai sensi della legge n. 717 del 1965.

Dalle misure adottate nella seconda parte del 1970 per stimolare gli investimenti sembra riscontrarsi la tendenza a dare unicità di indirizzo al sistema e a soddisfare l'esigenza di una maggiore flessibilità degli strumenti di intervento. Da un lato infatti si prevede la possibilità di modificare con provvedimenti amministrativi la misura di tutti i tassi agevolati e dall'altro si tende, tramite l'integrazione dei fondi di dotazione a carattere rotativo, in particolare di quello del Medio-credito centrale, ad assicurare un'assistenza creditizia alle imprese minori solo in parte condizionata dalla situazione congiunturale del mercato dei capitali. La concessione di contributi agli interessi non presenta problemi dal lato dell'offerta quando il mercato dei capitali si sviluppa ordinatamente; in caso contrario la sua estensione, normalmente disposta nei momenti di « bassa » congiuntura, perde di efficacia a causa dell'impossibilità di reperire fondi a lungo termine in misura adeguata all'accresciuta domanda di mutui agevolati. Nel 1970, in particolare, il solo ricorso a questa forma di intervento, tenuto presente l'elevato

livello dei tassi di mercato, avrebbe gravato il bilancio dello Stato di un onere eccessivo per molti anni condizionando le scelte successive, oppure avrebbe provocato un inopportuno razionamento del credito agevolato.

Il generalizzarsi degli interventi nella forma del concorso agli interessi ha fatto salire negli ultimi anni l'onere sul bilancio dello Stato: da una media di 80 miliardi per gli anni compresi tra il 1960 e il 1968 si è passati a 226 e a 311 miliardi rispettivamente per il 1969 e il 1970; l'aumento in quest'ultimo anno è stato determinato dalla forte accelerazione dei contributi concessi per l'industrializzazione del Mezzogiorno. In base ai provvedimenti finora approvati, per il prossimo quinquennio l'onere già si aggira intorno alla media di 230 miliardi annui (tav. 109).

Tav. 109

ONERE DELLO STATO PER CONTRIBUTI AGLI INTERESSI (1)

(miliardi di lire)

Settori e scopi	Esercizi finanziari			
	media		1969	1970
	1950-59	1960-68		
INDUSTRIA, COMMERCIO E ARTIGIANATO	0,8	49,2	153,2	230,8
medie e piccole industrie	—	12,8	27,0	33,4
industrializzazione del Mezzogiorno	0,2	17,3	43,0	135,7
crediti all'esportazione	0,3	4,8	19,4	22,4
calamità atmosferiche	—	5,1	40,8	7,0
altri	0,3	9,2	23,0	32,3
EDILIZIA	1,1	4,5	13,6	13,7
AGRICOLTURA	1,7	26,5	59,3	66,4
credito di miglioramento	1,5	14,2	35,5	40,9
credito di esercizio	0,1	6,7	6,4	10,0
calamità atmosferiche	0,1	5,6	17,4	15,5
TOTALE . . .	3,6	80,2	226,1	310,9

(1) Riguarda la competenza per esercizio; solo per la quota a carico della Cassa per il Mezzogiorno le cifre si riferiscono agli esborsi effettivi nell'anno.

Riguardo alle nuove disposizioni sul credito agevolato, nel 1970 è stato prefissato anche per il credito navale il tasso da porre a carico del mutuatario; pertanto la misura del concorso statale agli interessi risulta variabile, anziché fissa, per quasi tutti i settori. Una sintesi delle principali misure adottate negli ultimi dodici mesi nel settore del credito a medio e a lungo termine è riportata nell'Appendice della presente Relazione.

Il costo della raccolta e del credito a medio e a lungo termine. — L'attività di raccolta e di impiego degli istituti speciali risulta condizionata dalla stabilità del mercato dei valori mobiliari e da una struttura dei tassi che permetta un'equilibrata distribuzione dei fondi tra il comparto a breve e quello a medio e a lungo termine; a causa della mancanza nel nostro sistema di un efficiente mercato monetario, peraltro, le variazioni nella creazione di base monetaria si riflettono immediatamente sul rendimento dei titoli, che costituiscono la più importante fonte di provvista degli istituti, e quindi sul costo dei mutui da essi erogati.

Le vicende succedutesi dalla seconda metà del 1969, le quali hanno condotto ad un aumento dei tassi di quasi 3 punti percentuali, si possono appunto fare risalire allo stretto legame dianzi accennato, ai cui effetti si sono aggiunti quelli delle attese degli operatori connesse all'incertezza delle condizioni di mercato.

Ad una più equilibrata distribuzione dei fondi possono contribuire gli accordi recentemente raggiunti dalle aziende di credito e dagli istituti speciali sulla remunerazione dei depositi a breve termine e del risparmio a medio termine. L'intesa concernente la raccolta di depositi vincolati e di buoni fruttiferi, mentre stabilisce opportuni stacchi tra i tassi a breve e quelli a lungo termine, consente di mantenere più o meno inalterato il differenziale, essendo prevista, accanto al sistema tradizionale del tasso fisso per tutta la durata del vincolo, la possibilità di una revisione annuale della remunerazione in relazione all'andamento dei rendimenti obbligazionari.

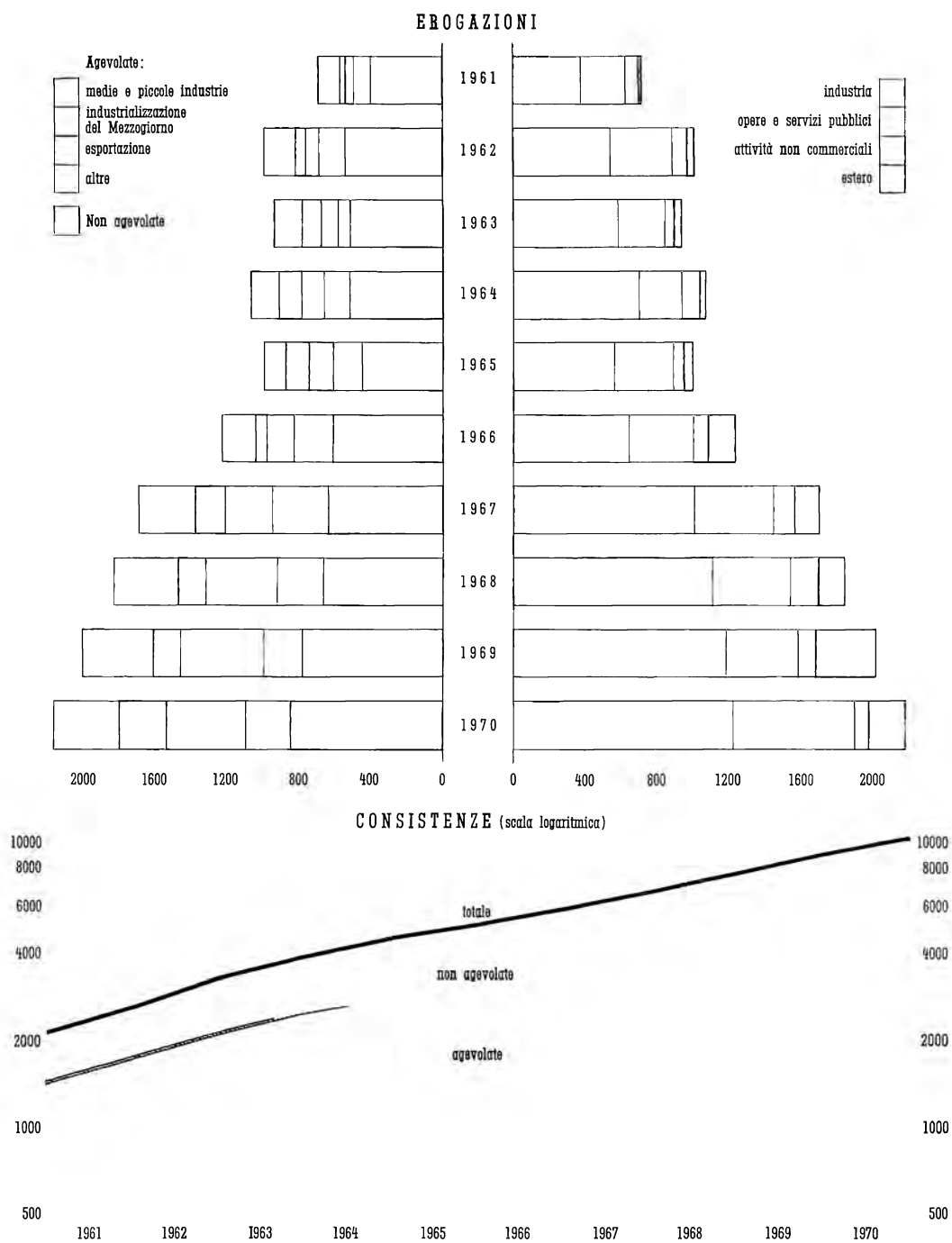
Nell'ultimo biennio i tassi sulle operazioni agevolate sono rimasti invariati, con un accresciuto vantaggio per le imprese beneficiarie; in particolare per il settore mobiliare, il tasso medio ponderato dei crediti agevolati, pari nel 1970 al 4,68 per cento, è stato inferiore di oltre cinque punti percentuali al tasso medio delle operazioni ordinarie (fig. 52). Per il credito agrario il vantaggio è ancora maggiore dati i più bassi tassi agevolati in vigore.

Il semplice divario tra i tassi di mercato e quelli di favore non dà un'esatta misura del beneficio goduto dal mutuatario quando vengono concesse agevolazioni collaterali, quali i contributi in conto capitale. Quest'ultimi, che sono assimilabili ad un'agevolazione creditizia vera e propria, assumono una certa importanza per le iniziative riguardanti l'industrializzazione del Mezzogiorno.

La differenza tra il costo medio del credito agevolato concesso alle imprese del Centro-nord e quello del credito erogato al Mezzogiorno si è aggirata negli ultimi anni intorno a 1,7 punti percentuali,

IMPIEGHI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO MOBILIARE (1)

(miliardi di lire)



(1) Esclusi i mutui per conto del Tesoro.

se si eccettua il 1967 durante il quale si è avuta una diminuzione del divario di oltre mezzo punto per effetto dell'elevato volume di operazioni a più basso tasso erogate alle imprese ubicate nel Centro-nord danneggiate dall'alluvione. Qualora si consideri l'effetto dei contributi in conto capitale sul costo dei finanziamenti alle iniziative del Mezzogiorno, il margine di vantaggio in favore di quest'ultimo si accresce notevolmente, specie negli anni più recenti in cui si è avuta un'accelerazione nella erogazione di questi contributi.

Gli istituti di credito mobiliare. — Nel 1970 gli istituti mobiliari hanno fornito un più ampio sostegno al finanziamento degli investimenti interni e in particolare di quelli in opere e servizi pubblici e, nell'ambito del settore industriale, agli investimenti realizzati nel Mezzogiorno. L'andamento del commercio con l'estero, il più contenuto limite per le garanzie assicurative e il livello dei tassi interni più elevato rispetto a quello dei mercati esteri hanno determinato il rallentamento sia dei crediti all'esportazione sia dei finanziamenti a operatori non residenti (tav. 110 e fig. 53).

Nel corso del 1970 l'attività di finanziamento ha avuto un andamento alterno: all'espansione dei primi tre mesi è seguito un progressivo rallentamento che si è protratto fino ad ottobre, dovuto in particolare alla flessione dei crediti agevolati. La consistenza di queste operazioni era rimasta pressoché stazionaria nel periodo maggio-settembre, sia per le scarse disponibilità di bilancio, sia perché l'ulteriore rialzo del costo della raccolta, dopo l'adeguamento dei tassi-base avvenuto in gennaio, aveva progressivamente ridotto la convenienza degli istituti ad operare nel settore. L'ulteriore aumento dei tassi-base e gli interventi coordinati disposti all'inizio dell'autunno hanno reso possibile uno sviluppo delle erogazioni che è proseguito nei primi mesi del 1971. L'incremento netto degli impieghi agevolati nell'intero anno è stato uguale a quello del 1969, mentre le operazioni a tasso di mercato, e in particolare quelle sull'interno, si sono accresciute in misura superiore, cosicché la partecipazione dei primi all'incremento totale si è ridotta dal 57,8 per cento nel 1969 al 56,6 per cento nel 1970.

Il rallentamento nel comparto agevolato è dovuto alle operazioni poste in essere in base agli incentivi previsti dalla legge 623 a favore delle medie e piccole industrie e ai crediti all'esportazione. Questi ultimi, dopo l'espansione dell'ultimo triennio, hanno risentito, oltre che del minore limite stabilito per il 1970 per le garanzie assicurative,

OPERAZIONI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO MOBILIARE

(miliardi di lire)

Operazioni	Erogazioni		Rimborsi		Incrementi netti		Consistenze a fine 1970		
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	Impieghi	Impegni	Domande da esaminare
<i>per leggi d'incentivazione</i>									
AGEVOLATE	1.216,6	1.318,8	548,4	651,1	668,2	667,7	5.025,3	2.384,4	4.403,2
Medie e piccole industrie (1) . . .	396,8	362,9	175,6	286,2	221,2	76,7	1.462,9	625,9	746,4
Mezzogiorno (2)	136,4	255,8	51,0	95,2	85,4	160,6	984,2	586,1	2.222,4
Esportazione (3)	472,6	432,4	153,4	174,0	319,2	258,4	1.287,2	759,5	550,5
<i>crediti fornitori</i>	274,8	255,2	119,4	117,8	155,4	137,4	671,4	420,9	470,2
<i>crediti finanziari (*)</i>	197,8	177,2	34,0	56,2	163,8	121,0	615,8	338,6	80,3
Marina mercantile (4)	23,1	40,4	10,9	13,4	12,2	27,0	221,2	14,5	277,3
Zone alluvionate (5)	20,3	26,3	22,6	25,9	- 2,3	0,4	180,2	11,4	23,7
Gestioni speciali IMI	14,5	12,9	13,5	14,2	1,0	- 1,3	141,5	66,1	316,6
Altri settori (6)	152,9	188,1	121,4	42,2	31,5	145,9	748,1	320,9	266,3
NON AGEVOLATE	790,2	867,4	302,0	355,5	488,2	511,9	5.160,3	704,5	1.151,9
sull'interno	670,2	831,2	295,2	352,4	375,0	478,8	4.900,6	678,7	1.151,9
a non residenti	120,0	36,2	6,8	3,1	113,2	33,1	259,7	25,8	—
TOTALE	2.006,8	2.186,2	850,4	1.006,6	1.156,4	1.179,6	10.185,6	3.088,9	5.555,1
<i>per settori di attività economica</i>									
SULL'INTERNO	1.689,0	1.972,8	809,6	947,3	879,4	1.025,5	9.310,1	2.724,5	5.474,8
Industrie e commercio	1.185,0	1.212,0	615,3	693,9	569,7	518,1	5.175,5	1.988,3	4.099,4
Opere e servizi pubblici	398,3	678,1	163,9	204,7	234,4	473,4	3.528,0	584,6	949,1
Attività non commerciali	105,7	82,7	30,4	48,7	75,3	34,0	606,6	151,6	426,3
SULL'ESTERO	317,8	213,4	40,8	59,3	277,0	154,1	875,5	364,4	80,3
(*) <i>legati</i>	133,5	146,1	6,8	17,8	126,7	128,3	363,6	283,5	69,5
<i>non legati</i>	64,3	31,1	27,2	38,4	37,1	- 7,3	252,2	55,1	10,8

(1) Legge 30 luglio 1959, n. 623. — (2) Legge 26 giugno 1965, n. 717. — (3) Legge 28 febbraio 1967, n. 131; sono esclusi i rifinanziamenti e i consolidamenti dell'UIC e dell'INA ammontanti a fine 1970 a 133,2 miliardi (114,4 a fine 1969). — (4) Legge 9 gennaio 1962, n. 1. — (5) Legge 23 dicembre 1966, n. 1142 e successive. — (6) Alberghi e turismo, commercio, esportazione di prodotti ortofrutticoli, aree depresse del Centro-nord, medie e piccole industrie con intervento del Mediocredito centrale, ecc.

delle difficoltà inerenti alla provvista e dell'attesa di adeguamento del tasso-base su queste operazioni. In seguito, parallelamente all'aumento di quest'ultimo, il costo per gli esportatori è stato elevato dal 5,90 al 6,50 per cento. Per i finanziamenti sono stati utilizzati anche fondi raccolti sui mercati esteri; il Mediocredito centrale, a causa delle scarse disponibilità, è intervenuto esclusivamente attraverso la concessione di un concorso agli interessi; a fine 1970 i crediti rifinanziati dall'istituto rappresentavano il 7,6 per cento degli impieghi in essere (9,7 a fine 1969). I crediti finanziari, in prevalenza legati a forniture da parte di imprese italiane, sono stati diretti nel 1970 anche a paesi sviluppati; tuttavia la quota maggiore anche quest'anno è stata assorbita dai paesi socialisti, in particolare dall'Unione Sovietica (tav. a 94). Dagli impegni in essere a fine 1970, pari a 760 miliardi, e dall'elevato importo della domanda da esaminare, riguardante in prevalenza i crediti agli esportatori, è da attendersi nel 1971 uno sviluppo di queste operazioni, considerati anche i maggiori impegni assicurativi assumibili nell'anno.

Nelle operazioni collegate al finanziamento degli investimenti si è avuta un'inversione di tendenza: dal primo trimestre la quota dei mutui diretti al settore delle opere e servizi pubblici è andata progressivamente crescendo, ragguagliandosi nell'intero anno a poco meno della metà dell'incremento totale degli impieghi. Ciò ha più che compensato la flessione dei mutui al settore avutasi nel 1969. Dell'aumento hanno beneficiato in particolare i rami che hanno maggiormente sviluppato gli investimenti, tra i quali le opere pubbliche, i trasporti e le telecomunicazioni (tav. a 96).

Il settore industriale, che nel corso del 1970 ha eccezionalmente fruito di un più ampio flusso di capitale di rischio soprattutto per motivi fiscali, ha presentato un nuovo rallentamento nell'indebitamento a medio e lungo termine; il 93 per cento dei mutui affluiti al settore è stato ottenuto a tassi agevolati (80 per cento nel 1969). La flessione ha riguardato in particolare i rami industriali collegati all'edilizia, oltre che gli alimentari e le imprese tessili; queste ultime, per altro, nell'anno precedente avevano fruito di un cospicuo ammontare di finanziamenti destinati alla ripresa dell'attività dopo le alluvioni. La metallurgia e la meccanica, le quali hanno notevolmente accresciuto la loro esposizione, hanno assorbito insieme con la chimica oltre i nove decimi dei finanziamenti diretti al settore.

Eccettuate le regioni nord-orientali, tutte le rimanenti circoscrizioni hanno beneficiato di un maggiore flusso di finanziamenti; in parti-

colare al Mezzogiorno sono affluiti quasi i due quinti dell'incremento totale degli impieghi, in massima parte a condizioni di favore (tav. 111). Peraltro, mentre nel Mezzogiorno i finanziamenti sono stati

TAV. 111

**DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEGLI IMPIEGHI
DEGLI ISTITUTI DI CREDITO MOBILIARE**
(miliardi di lire)

Regioni	Consistenze a fine 1970			Variazioni					
				1969			1970		
	agevo- lati	altri	Totale	agevo- lati	altri	Totale	agevo- lati	altri	Totale
Nord-occidentali	1.182,5	2.103,4	3.285,9	189,4	112,1	301,5	165,7	193,6	359,3
Nord-orientali	506,9	760,4	1.267,3	67,6	58,0	125,6	19,6	75,6	95,2
Centrali	606,3	1.076,1	1.682,4	45,3	111,2	156,5	57,1	132,7	189,8
Meridionali e insulari . .	2.113,8	960,7	3.074,5	202,1	93,7	295,8	304,3	76,9	381,2
Totale . . .	4.409,5	4.900,6	9.310,1	504,4	375,0	879,4	546,7	478,8	1.025,5

diretti in maggior misura alle attività industriali, nelle altre regioni l'aumento dei mutui ha riguardato principalmente il settore delle opere e dei servizi pubblici (tav. a 95).

Nei periodi di difficoltà del mercato dei capitali sono i grandi istituti che espandono l'attività di finanziamento, avendo possibilità di ricorrere a fonti alternative, prima fra tutte i mercati esteri (tav. 112). Nel 1970 gli impieghi in essere dei maggiori istituti si sono sviluppati ad un ritmo superiore a quello medio del sistema; la loro partecipazione al totale degli impieghi ordinari (esclusi i mutui al Tesoro e all'estero e le gestioni speciali) è passata nel corso dell'anno dal 51,5 al 52,1 per cento, invertendo, come già avvenuto nel 1964, la tendenza di lungo periodo. In particolare l'IMI ha accresciuto i finanziamenti ad un tasso superiore a quelli del CREDIOP e dell'ICIPU.

Fra gli altri istituti, i Mediocrediti regionali e le Sezioni per il finanziamento delle opere pubbliche per il secondo anno consecutivo hanno rallentato in misura rilevante gli impieghi; i primi hanno risentito soprattutto della riduzione della raccolta di depositi e buoni fruttiferi e dello scarso apporto di fondi da parte del Mediocredito centrale (tav. a 101) mentre le seconde hanno continuato a incontrare difficoltà nel collocamento dei propri titoli.

Gli istituti costituiti sotto forma di società per azioni (Medio-banca, Centrobanca, Interbanca ed Efibanca) hanno realizzato un modesto aumento degli impieghi. Considerati anche i crediti sull'estero, i quali

Tav. 112

IMPIEGHI E MEZZI DI PROVVISTA
DEGLI ISTITUTI DI CREDITO MOBILIARE RIPARTITI PER GRUPPI (1)
(variazioni in miliardi di lire)

Gruppi di Istituti	IMPIEGHI		P R O V V I S T A							
			Obbligazioni, depositi e buoni fruttiferi		Tesoro e Mediocredito centrale		Altre		Totale	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
Imi-Crediop-Icipu	379,7	583,2	447,6	480,3	15,6	-30,7	124,7	503,6	587,9	953,2
Medio-Centro-Inter-Efi-banca .	130,8	138,3	93,1	309,7	- 6,5	- 1,4	41,2	91,6	127,8	399,9
Istituti meridionali	100,1	113,9	125,8	94,3	47,2	29,6	23,1	28,0	196,1	151,9
Mediocrediti regionali	96,8	58,1	1,5	- 3,4	89,4	23,6	- 1,8	34,0	89,1	54,2
Sezioni speciali istituti di di- ritto pubblico	75,3	62,9	120,9	51,6	10,2	21,7	-39,4	4,7	91,7	78,0
Sezioni OO.PP.	95,7	70,4	88,6	60,4	- 0,1	..	10,9	9,9	99,4	70,3
Totale . . .	878,4	1.026,8	877,5	992,9	155,8	42,8	158,7	671,8	1.192,0	1.707,5

(1) Esclusi i mutui per conto del Tesoro, gli impieghi sull'estero e le gestioni speciali.

rivestono un ruolo predominante nell'attività di questi istituti, l'incremento risulta più accentuato; esso è stato reso possibile anche dal ricorso al mercato obbligazionario e all'estero.

Gli istituti di credito fondiario e edilizio. — Nonostante la riduzione dei lavori progettati ed iniziati, che ha determinato rispettivamente la netta flessione delle domande pervenute e di quelle accolte, le erogazioni degli istituti di credito fondiario e edilizio nel 1970 si sono mantenute elevate, in relazione al finanziamento dei lavori in corso di ultimazione e al consolidamento dei prefinanziamenti concessi dalle aziende di credito nel periodo di difficoltà di collocamento delle cartelle (tav. 113).

Le erogazioni, ammontate a 1.029 miliardi, di cui 45 miliardi per mutui agevolati ai sensi della legge n. 1179 del 1965, sono state dirette in massima parte all'edilizia residenziale. Le regioni del Mezzogiorno, ed in particolare la Sicilia, hanno continuato ad accrescere la partecipazione al totale delle erogazioni su beni urbani, raddoppiata negli ultimi cinque anni. Per quanto riguarda le regioni comprendenti i mag-

giori centri urbani, dopo il rallentamento del precedente biennio, va segnalata l'espansione dei finanziamenti diretti al Piemonte e alla Lombardia, mentre il Lazio ha visto ancora ridursi la propria partecipazione alle erogazioni complessive (tav. a 99).

L'attività di finanziamento è stata resa possibile dall'ampio collocamento di cartelle (1.034 miliardi contro 771 del 1969) favorito dai noti provvedimenti adottati all'inizio del 1970 e, nella seconda metà dell'anno, dalla riduzione dei tassi sul mercato finanziario e dalle scarse emissioni al pubblico di altri titoli obbligazionari. I privati hanno mostrato un'elevata propensione alla sottoscrizione di cartelle avendo assorbito i tre quarti delle emissioni nette del 1970, mentre l'immissione dei titoli nella riserva obbligatoria, limitata a 105 miliardi, è stata condizionata dall'andamento dei depositi a risparmio ai quali essa è proporzionata.

Tav. 113

ATTIVITA' DEGLI ISTITUTI DI CREDITO FONDIARIO E EDILIZIO

Periodo	Erogazioni	Emissioni lorde di obbligazioni	Variazioni delle erogazioni (1)	Obbligazioni emesse	Sottoscrizioni aziende di credito
				Erogazioni	Emissioni nette
	(miliardi di lire)		(valori percentuali)		
1966	574,2	564,3	33,7	98,3	55,5
1967	657,1	607,3	14,4	92,4	69,8
1968	875,7	734,3	33,3	83,9	54,1
1969	944,7	771,1	7,9	81,6	48,4
1970	1.028,5	1.033,7	8,9	100,5	20,3
1969 - 1° trim.	264,1	214,0	37,0	81,0	36,8
2° »	209,0	186,2	1,4	89,1	- 27,6
3° »	255,1	177,6	13,2	69,6	81,5
4° »	216,5	193,3	- 13,9	89,3	100,5
1970 - 1° trim.	220,5	175,9	- 16,5	79,8	23,2
2° »	257,8	316,8	23,3	122,9	24,8
3° »	240,5	193,6	- 5,7	80,5	54,6
4° »	309,7	347,4	43,0	112,2	- 8,2

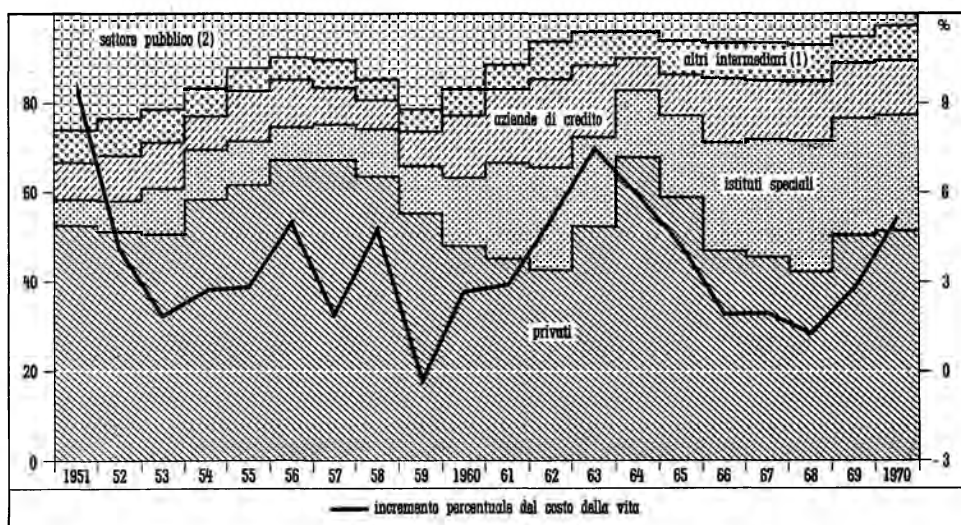
(1) Rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

Le erogazioni degli istituti di credito fondiario e edilizio hanno rappresentato nel 1970 un quarto degli investimenti fissi in abitazioni, commisuratisi a 3.939 miliardi; esse hanno costituito, dopo il risparmio dei privati, la componente più importante del finanziamento di questi investimenti, mentre l'apporto pubblico ha subito una nuova riduzione,

seguendo la tendenza in atto da molti anni che ha portato la sua partecipazione dal 21,8 per cento nel 1959 al 3,7 per cento nel 1970 (fig. 54).

Dall'esame delle fonti di finanziamento negli ultimi venti anni si deduce che l'andamento degli investimenti in abitazioni è fortemente condizionato dal risparmio dei privati, la cui quota nel periodo esaminato non è mai scesa al di sotto dei due quinti del totale. La destinazione di risorse da parte dei privati all'edilizia residenziale dipende

Fig. 54



Fonti di finanziamento degli investimenti in abitazioni
(composizione percentuale)

(1) Istituti assicurativi e previdenziali e società immobiliari. — (2) Stato, Gescal, ecc.

essenzialmente da motivazioni individuali legate alla peculiarità dell'investimento; le variazioni dell'apporto sembrano tuttavia determinate, oltre che dallo sviluppo del reddito disponibile, dal proposito di indirizzare un più cospicuo flusso di risparmio verso beni reali in periodi caratterizzati da maggiore erosione monetaria.

I fondi forniti dal sistema creditizio hanno assunto un ruolo alternativo rispetto all'investimento diretto dei privati: nei periodi in cui l'apporto di quest'ultimi ha mostrato un rallentamento, le operazioni degli istituti speciali e delle aziende di credito hanno segnato uno sviluppo molto intenso; il finanziamento delle istituzioni creditizie si è invece fortemente ridotto quando l'apporto diretto dei privati ha raggiunto percentuali molto elevate. In particolare l'intermediazione degli

istituti speciali, opportunamente regolata attraverso i provvedimenti riguardanti il collocamento delle cartelle decisi in più riprese fin dal 1965, ha svolto una funzione parzialmente anticiclica riducendo le fluttuazioni degli investimenti nel settore.

Il sistema di credito agrario e l'attività degli istituti speciali. — Dopo il rallentamento del 1969, le operazioni di credito agrario hanno segnato una ripresa (869 miliardi a fronte di 820 nell'anno precedente) dovuta unicamente ai prestiti di esercizio; l'importo dei mutui di miglioramento non si è infatti discostato da quello del 1969. L'aumento delle operazioni di esercizio (720 contro 673 miliardi) dovuto in maggior misura agli istituti speciali, ha riguardato per oltre la metà i prestiti destinati ad incrementare la dotazione delle aziende (tav. 114).

TAV. 114

EROGAZIONI DEL SISTEMA DI CREDITO AGRARIO

(miliardi di lire)

Erogazioni e scopi	Istituti speciali		Altri istituti		Totale	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970
CREDITO DI ESERCIZIO	233,4	259,5	439,6	460,2	673,0	719,7
conduzione	124,4	129,4	263,4	264,4	387,8	393,8
acquisto bestiame e macchine	55,9	66,8	72,0	85,0	127,9	151,8
altri scopi	53,1	63,3	104,2	110,8	157,3	174,1
CREDITO DI MIGLIORAMENTO	99,8	103,5	47,2	45,6	147,0	149,1
proprietà coltivatrice	42,3	33,4	18,9	18,0	61,2	51,4
costruzioni rurali	33,9	42,7	14,1	12,2	48,0	54,9
altri scopi	23,6	27,4	14,2	15,4	37,8	42,8
TOTALE . . .	333,2	363,0	486,8	505,8	820,0	868,8

L'accentuato ritmo dei rimborsi ha d'altra parte determinato, per il 1970, un incremento dell'esposizione delle imprese agricole verso il sistema di credito agrario inferiore a quello avutosi nel 1969, specie nel credito di esercizio (tav. 115). Per quanto riguarda la distribuzione territoriale, le imprese della Lombardia sono state le sole ad aumentare in misura rilevante l'esposizione nel credito di esercizio, mentre le regioni del Mezzogiorno, ed in particolare il Molise e la Sicilia, hanno più ampiamente beneficiato dell'incremento dei mutui di miglioramento (tav. a 100).

La stasi del credito agrario di miglioramento va posta in relazione sia con la riduzione delle disponibilità per la concessione di mutui agevolati, in particolare di quelle del fondo di rotazione per la formazione della proprietà coltivatrice, sia con la minore raccolta degli istituti speciali, la cui attività in questo comparto è predominante rispetto a quella degli altri intermediari.

TAV. 115

IMPIEGHI DEL SISTEMA DI CREDITO AGRARIO

(miliardi di lire)

Impieghi	Consistenze a fine 1970			Variazioni					
				Istituti speciali		Altri istituti		Totale	
	Istituti speciali	Altri istituti	Totale	1969	1970	1969	1970	1969	1970
Credito di esercizio	350,9	444,7	795,6	25,7	20,3	23,5	12,4	49,2	32,7
Credito di miglioramento	695,3	222,3	917,6	56,9	52,8	32,5	28,1	89,4	80,9
Totale	1.046,2	667,0	1.713,2	82,6	73,1	56,0	40,5	138,6	113,6
Finanziamento ammassi	415,4	655,5	1.070,9	29,8	- 15,7	30,9	17,4	60,7	1,7
obbligatori	381,7	631,1	1.012,8	21,7	23,2	37,0	36,2	58,7	59,4
volontari	33,7	24,4	58,1	8,1	- 38,9	- 6,1	- 18,8	2,0	- 57,7
Altri impieghi	15,4	—	15,4	- 0,1	2,2	—	—	- 0,1	2,2
TOTALE	1.477,0	1.322,5	2.799,5	112,3	59,6	86,9	57,9	199,2	117,5

I mezzi reperiti dagli istituti speciali si sono sviluppati ad un ritmo inferiore a quello del 1969. Essi sono derivati soltanto per il 7 per cento dalle emissioni di obbligazioni, le quali hanno tuttavia segnato una ripresa rispetto all'anno precedente; la quasi totalità della raccolta è stata realizzata tramite la somministrazione di fondi pubblici e l'apporto delle aziende partecipanti.

La scarsa autonomia della provvista degli istituti speciali di credito agrario e la bassa redditività dell'agricoltura richiedono quindi in modo particolare l'intervento dello Stato, il quale si esplica sia con la concessione del concorso agli interessi, sia con lo stanziamento di fondi da mutuare. A fine 1970 il 40,7 per cento degli impieghi di credito agrario risultava posto in essere con fondi statali (39,3 per cento a fine 1969); dei 698 miliardi di apporto oltre la metà derivava dal fondo di rotazione per la meccanizzazione in agricoltura.

Anche nel 1970 non è intervenuto alcun provvedimento di sistemazione delle gestioni relative al finanziamento degli ammassi obbliga-

tori, cosicché l'esposizione è ulteriormente aumentata per effetto degli interessi e degli oneri fiscali. Nel comparto degli ammassi volontari si è avuta una riduzione dell'indebitamento; a fine 1970 la relativa esposizione, al netto dei conti correnti con enti ammassatori, ammontava a 54 miliardi.

L'attività delle imprese assicurative.

La raccolta netta delle imprese assicurative nel ramo vita, valutabile per il 1970 in 140 miliardi, è stata destinata per la metà ad investimenti immobiliari (tav. 116). L'ulteriore accrescimento dell'importanza

Tav. 116

OPERAZIONI DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE (1)

(miliardi di lire)

Voci	VITA		DANNI		TOTALE	
	1969	1970 (2)	1969	1970 (2)	1969	1970 (2)
RACCOLTA NETTA	133,1	140,0	141,7	145,0	274,8	285,0
Premi al netto dei sinistri (3)	103,4	110,0	184,7	195,0	288,1	305,0
Rendite patrimoniali (4) . .	82,1	95,0	47,5	55,0	129,6	150,0
Aumenti di capitale	3,7	5,0	6,7	5,0	10,4	10,0
Altre operazioni nette (5) .	- 21,9	- 30,0	- 2,0	- 5,0	- 23,9	- 35,0
Spese di amministrazione (6)	- 34,2	- 40,0	- 95,2	- 105,0	- 129,4	- 145,0
IMPIEGHI	133,1	140,0	141,7	145,0	274,8	285,0
Immobili	59,0	70,0	82,0	100,0	141,0	170,0
Titoli (7)	49,9	35,0	62,2	45,0	112,1	80,0
Depositi bancari	- 0,4	—	- 3,3	—	- 3,7	—
Mutui (8)	24,6	35,0	0,8	—	25,4	35,0

(1) Si considera l'attività svolta in Italia e all'estero dalle compagnie italiane, compreso l'INA; è incluso, altresì, il lavoro in Italia delle rappresentanze di compagnie estere. — (2) Dati stimati. — (3) Escluse le quote pertinenti ai riassicuratori. — (4) Fitti, interessi e dividendi, al netto degli oneri relativi alla gestione del patrimonio immobiliare e di eventuali interessi passivi pagati. — (5) A saldo tra gli impieghi e le altre voci della raccolta. — (6) Incluse le imposte e tasse a carico delle compagnie. — (7) Valori di bilancio; inclusi i titoli esteri. — (8) Inclusi lo sconto di annualità statali e i prestiti su polizze e contro cessione di stipendi.

relativa di questa forma d'impiego rispetto ai due anni precedenti, nei quali aveva assorbito rispettivamente il 38 ed il 44 per cento della raccolta netta, è dovuto al comportamento delle imprese assicurative private; l'INA invece ha impiegato quasi il 60 per cento delle disponibilità

formatesi nel corso dell'anno nella concessione di mutui agli enti territoriali, riservando agli investimenti immobiliari circa un quarto dei suoi mezzi.

TAV. 117

TITOLI DI PROPRIETA', MUTUI E ANNUALITA' DEL SETTORE ASSICURATIVO

(miliardi di lire)

Voci	Situazione a fine			Variazioni nell'anno	
	1968	1969	1970 (4)	1969	1970 (4)
<i>Titoli di stato</i>	89,8	92,1	94,0	2,3	1,9
Buoni poliennali	36,0	35,0	33,0	- 1,0	- 2,0
Obbligazioni per c/ Tesoro	45,0	48,8	53,0	3,8	4,2
Altri	8,8	8,3	8,0	- 0,5	- 0,3
<i>Obbligazioni</i>	357,2	388,4	406,0	31,2	17,6
Istituti speciali: mobiliari	159,5	157,0	156,0	- 2,5	- 1,0
immobiliari	112,4	129,8	145,0	17,4	15,2
ENEL, ENI, IRI	62,6	75,6	77,0	13,0	1,4
Enti territoriali	4,6	3,9	4,0	- 0,7	0,1
Emissioni varie	18,1	22,1	24,0	4,0	1,9
<i>Azioni e partecipazioni</i>	248,5	287,3	310,0	38,8	22,7
Totale titoli (1)	695,5	767,8	810,0	72,3	42,2
<i>Mutui</i>	209,8	234,5	268,0	24,7	33,5
a: Enti territoriali	118,6	145,2	173,6	26,6	28,4
Istituti case popolari e coop. edilizie	15,1	15,4	16,5	0,3	1,1
Altri (2)	76,1	73,9	77,9	- 2,2	4,0
<i>Annualità</i>	25,3	26,0	27,5	0,7	1,5
Totale mutui e annualità (3)	235,1	260,5	295,5	25,4	35,0
Totale generale	930,6	1.028,3	1.105,5	97,7	77,2

(1) Esclusi i titoli esteri e le obbligazioni in valuta di emittenti italiani. — (2) Compresi i prestiti su polizze e contro cessione di stipendi. — (3) Al netto delle quote da somministrare. — (4) Dati stimati.

Nei rami danni l'aumento dei premi, secondo i dati provvisori pubblicati dall'ANIA, è stato più consistente dell'anno precedente, essenzialmente a causa della ripresa nel tasso di crescita dei premi per l'assicurazione R.C. auto, che era costantemente diminuito nel quinquennio precedente. Tale incremento dovrebbe accrescersi ulteriormente, sembra in notevole misura, nel corso del 1971, in conseguenza dell'imminente applicazione della legge 24 dicembre 1969 n. 990 sull'assicu-

razione obbligatoria per la R.C. auto, resa possibile dall'approvazione nel novembre scorso del relativo regolamento di attuazione. Anche la raccolta netta relativa all'esercizio dei rami elementari è stata destinata soprattutto ad investimenti immobiliari, che si stima abbiano superato i due terzi delle disponibilità complessive.

La domanda di titoli italiani da parte del settore assicurativo sembra essersi ulteriormente ridotta nel corso del 1970. Oltre la metà di tale domanda si è rivolta al mercato azionario e all'acquisizione di partecipazioni; tra i titoli a reddito fisso le sottoscrizioni hanno riguardato soprattutto le emissioni degli istituti speciali immobiliari (tav. 117).

Come già rilevato nella precedente Relazione, la flessione dei corsi dei titoli a reddito fisso, iniziata nel 1969 e continuata nel 1970, rende meno significativa una stima delle sottoscrizioni nette di tali titoli sulla base delle rispettive consistenze di bilancio. Infatti, nella misura in cui le riduzioni dei corsi siano state contabilizzate, la stima della quota di fondi fatta affluire dal settore assicurativo al mercato finanziario dovrebbe risultare sottovalutata.

IL FINANZIAMENTO DELL'ECONOMIA

I conti finanziari. — Dal quadro generale dei conti finanziari appare che i finanziamenti ai settori nazionali utilizzatori finali delle risorse sono ammontati, nel 1970, a 10.100 miliardi (tavv. 118, 119 e a 108) e, ove si escludano i fondi forniti direttamente e indirettamente all'Economia

TAV. 118

FINANZIAMENTI AI SETTORI UTILIZZATORI FINALI DEL PAESE
(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970
FINANZIAMENTI COMPLESSIVI A:			
Economia	4.627	5.716	6.127
di cui a industria (1)	1.879	2.549	3.455
Settore pubblico (consolidato) (2)	3.122	2.767	3.970
Totale (2)	7.749	8.483	10.097
FONTI DEI FINANZIAMENTI:			
Sistema bancario	3.684	4.792	5.938
Altre istituzioni creditizie	1.879	1.657	1.882
Settore pubblico	455	406	403
Economia (3)	1.383	1.466	937
Esteri	348	162	937
Totale (2)	7.749	8.483	10.097

(1) Escluse le costruzioni e gli alimentari, come da tavola 125. — (2) Ove si escludano i fondi forniti dal settore pubblico direttamente e indirettamente all'Economia l'indebitamento dello stesso settore scende a 2.168, 1.849 e 3.322 miliardi rispettivamente nel 1968, 1969 e 1970, e i finanziamenti complessivi si riducono a 6.795, 7.566 e 9.449 miliardi nei tre anni. — (3) Incluse partite varie non classificabili.

dal settore pubblico, che nella tavola 118 fanno carico ad entrambi i settori, essi si sono ragguagliati a 9.450 miliardi. Il settore pubblico ha richiesto crediti per 3.970 miliardi e l'Economia (« imprese » e « famiglie ») per 6.130 miliardi, di cui 3.450 affluiti al settore industriale. Gli stessi settori hanno ricevuto questo volume di mezzi finanziari per oltre la metà dal sistema bancario (5.940 miliardi), mentre di importanza molto maggiore che nel passato è stato l'apporto dei fondi raccolti all'Esteri (940 miliardi).

Poiché nel 1970 l'avanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti (509 miliardi) è pressoché compensato, contabilmente, da un saldo di segno opposto di partite varie del sistema creditizio, la formazione complessiva di attività finanziarie dell'Economia, pari a 9.500

ATTIVITA' E PASSIVITA' FINANZIARIE

Settori	A N N O 1 9 6 9											
	Famiglie	Imprese	Istituzioni creditizie				Settore pubblico				Estero	Partite non classificate e sfasamenti
			BI-UIC	aziende di credito	istituti speciali di credito	istituti di assicurazione	amministrazione centrale	enti territoriali	istituti di previdenza	aziende auto-nome		
Classi di attività e passività (in corsivo le cifre delle passività)												
A) Oro	—	—	20,5	—	—	—	—	—	—	—	20,5	—
a) Biglietti e monete	614,2	80,0	— 3,0	14,9	—	0,5	0,6	—	— 0,2	12,3	—	—
» »	—	—	710,0	—	—	—	8,8	—	—	—	0,5	—
b) Depositi a vista	1.283,0	1.266,4	5,9	— 7,0	242,6	— 3,7	197,9	144,4	— 30,6	113,4	13,0	285,8
» »	—	—	266,5	2.767,6	15,6	—	503,3	—	—	27,0	— 208,5	139,6
1) Bancari	1.283,0	1.189,8	—	2.554,9	—	— 3,7	— 10,9	144,3	— 41,5	— 6,1	—	—
2) Cedole	—	—	—	117,2	—	—	—	—	—	—	—	117,2
3) Assegni	—	—	—	97,3	—	—	—	—	—	10,4	—	86,9
4) Postali	—	52,5	—	2,0	—	—	54,5	—	—	—	—	—
5) Conti interbancari	—	—	—	93,4	101,3	—	—	—	—	—	—	—
» »	—	—	—	115,4	15,6	—	—	—	—	—	—	63,7
6) presso: BI-UIC	—	—	266,5	— 15,1	61,2	—	210,0	—	— 1,1	—	13,0	— 1,5
7) amm. centr.	—	24,1	5,9	4,0	2,2	—	448,8	0,1	118,8	120,3	—	173,4
8) az. autonome	—	—	—	—	—	—	—	—	—	27,0	—	27,0
9) Esteri e altri	—	—	—	— 208,5	77,9	—	— 1,2	—	— 106,8	— 11,2	— 208,5	— 41,3
c) Altri depositi	1.294,9	252,6	— 112,4	372,2	— 152,5	—	— 8,1	—	— 2,2	—	83,8	—
» »	—	—	430,1	776,9	113,7	—	320,9	—	—	— 5,0	136,8	— 45,1
1) Bancari	886,0	221,6	—	1.107,6	—	—	—	—	—	—	—	—
2) Postali	290,9	30,0	—	—	—	—	320,9	—	—	—	—	—
3) Conti interbancari	—	—	—	— 223,3	— 152,5	—	—	—	—	—	—	—
» »	—	—	—	— 330,7	—	—	—	—	—	—	—	— 45,1
4) Buoni frutt. ist. spec.	114,9	—	—	—	114,9	—	—	—	—	—	—	—
5) Esteri	—	—	— 112,4	249,2	—	—	—	—	—	—	83,8	—
» »	—	—	83,8	—	—	—	—	—	—	—	136,8	—
6) Altri	3,1	1,0	—	346,3	—	—	— 8,1	—	— 2,2	—	—	—
» »	—	—	346,3	—	— 1,2	—	—	—	—	— 5,0	—	—
d) Titoli a breve termine	3,3	—	332,0	— 166,2	— 0,1	—	110,7	—	—	—	58,3	—
e) Crediti a breve termine	—	245,5	322,0	4.000,7	11,7	—	651,8	—	— 4,3	— 101,7	1.729,3	— 568,2
» »	103,8	2.435,6	3,3	2.212,0	91,8	— 5,6	— 177,2	235,1	— 136,8	17,4	1.521,0	— 13,6
1) Bancari	103,8	2.376,2	—	2.694,0	—	— 2,9	43,0	235,1	— 13,5	— 53,5	—	—
2) Istituti speciali	—	33,7	—	—	33,7	—	—	—	—	—	—	—
3) Finanz. a istit. spec.	—	—	—	77,2	— 18,2	—	—	—	—	—	—	—
» »	—	—	—	— 18,2	77,2	—	—	—	—	—	—	—
4) di BI-UIC	—	0,2	321,8	505,2	22,2	—	— 204,4	—	— 1,4	—	—	—
5) Posiz. netta FMI	—	—	— 19,8	—	—	—	—	—	—	—	— 19,8	—
6) Diritti spec. prelievo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
7) Esteri e altri	—	245,5	20,0	1.229,5	— 3,8	—	651,8	—	— 4,3	— 101,7	1.729,3	— 568,2
» »	—	25,5	3,3	1.725,0	— 7,6	— 8,5	— 15,8	—	— 121,9	70,9	1.540,8	— 13,6
f) Crediti a lungo termine	—	78,7	57,2	419,7	1.809,0	25,4	678,7	4,3	41,7	— 1,5	11,3	25,3
» »	316,0	1.515,4	—	263,1	0,3	—	100,2	638,3	— 25,8	4,6	362,8	— 25,1
1) Bancari	40,9	326,8	—	419,7	—	—	1,5	76,3	— 25,8	—	—	—
2) Istituti speciali	260,0	1.163,2	—	—	1.532,0	0,3	0,2	109,7	—	— 1,4	—	—
3) Esteri	—	78,5	— 18,0	—	277,0	—	—	—	—	—	11,3	25,3
» »	—	— 122,5	—	—	107,9	—	23,3	— 3,1	—	5,7	362,8	—
4) Altri	—	0,2	75,2	—	—	25,4	678,7	4,3	41,7	— 1,5	—	—
» »	15,1	147,9	—	—	155,2	—	75,2	455,4	—	0,3	—	— 25,1
g) Obbligazioni	1.099,6	1,0	917,0	1.136,7	55,0	33,5	— 40,1	—	— 4,3	—	0,7	—
» »	—	494,3	—	—	1.284,2	—	1.338,8	2,2	—	221,4	— 144,4	2,6
1) Stato e az. autonome	154,1	1,0	1.200,0	189,3	36,5	2,3	— 18,3	—	— 4,0	—	— 0,7	—
» »	—	—	—	—	—	—	1.338,8	—	—	221,4	—	—
2) Istituti speciali	583,7	2,0	26,6	645,2	18,2	14,9	— 10,9	—	4,5	—	—	—
» »	—	—	—	—	1.284,2	—	—	—	—	—	—	—
3) Altre	205,4	— 2,0	— 0,9	302,2	— 6,4	15,1	— 10,9	—	— 4,8	—	1,4	—
» »	—	494,3	—	—	—	—	—	2,2	—	—	—	2,6
4) Estere	156,4	—	— 308,7	—	6,7	1,2	—	—	—	—	— 144,4	—
h) Azioni e partecipazioni	350,0	277,5	0,2	78,8	— 9,2	32,2	244,8	62,3	6,0	5,0	244,3	— 4,5
» »	—	837,0	—	64,4	51,6	0,3	—	—	—	—	334,1	—
i) Altre attività e passività	1.913,0	46,4	—	—	—	—	—	—	—	2,1	14,3	—
» »	—	14,3	—	—	—	225,5	15,5	—	309,5	—	1.411,0	—
1) Riserve matematiche	502,0	33,0	—	—	—	225,5	—	—	309,5	—	—	—
2) Altre	1.411,0	13,4	—	—	—	—	—	—	—	2,1	14,3	—
» »	—	14,3	—	—	—	—	15,5	—	—	—	1.411,0	—
l) Partite non classif. e sfas.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	24,1
» »	—	—	129,5	— 182,7	— 0,5	—	—	—	—	—	66,9	10,9
Totale	6.558,0	2.248,1	1.539,4	5.849,8	1.956,5	87,9	1.725,6	211,0	6,1	29,6	2.096,7	— 237,5
» »	419,8	5.296,6	1.539,4	5.638,2	1.879,5	220,5	2.221,0	875,6	146,9	265,4	3.559,0	69,3
Saldo	6.138,2	3.048,5	—	211,6	137,0	132,6	495,4	664,6	140,8	235,8	1.462,3	306,8

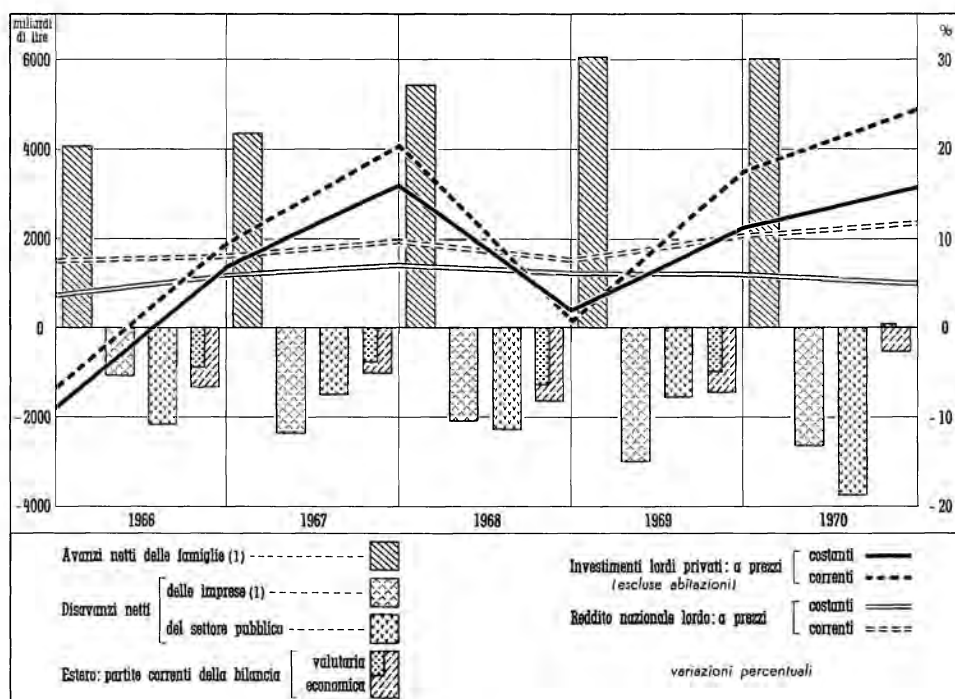
DEL PAESE (variazioni in miliardi di lire)

		ANNO 1970															
TOTALE				Istituzioni creditizie					Settore pubblico					Partite non classificabili e sfasamenti	TOTALE		
Attività	Passività		Famiglie	Imprese	BI-UIC	aziende di credito	istituti speciali di credito	istituti di assicurazione	amministrazione centrale	enti territoriali	istituti di previdenza	aziende autonome	Estero		Attività	Passività	
20,5	20,5	A)	—	—	43,3	—	—	—	—	—	—	—	43,3	—	43,3	43,3	
719,3	—	a)	418,0	70,0	1,4	28,9	—	—	0,6	—	0,6	16,3	—	—	533,0	—	
—	719,3		—	—	519,2	—	—	—	11,2	—	—	—	2,6	—	—	533,0	
3.511,1	—	b)	4.000,0	2.166,8	0,8	1.621,8	253,4	12,4	251,8	80,0	140,8	24,9	8,3	73,4	7.782,6	—	
—	3.511,1		—	—	294,7	7.264,3	12,1	—	173,5	—	—	170,0	81,8	133,2	—	7.782,6	
2.554,9	2.554,9	1)	4.000,0	2.101,2	—	6.081,6	—	12,4	44,7	80,6	122,5	4,4	—	—	6.081,6	6.081,6	
117,2	117,2	2)	—	—	—	152,2	—	—	—	—	—	—	—	152,2	152,2	152,2	
97,3	97,3	3)	—	—	—	31,0	—	—	—	—	—	22,2	—	8,8	31,0	31,0	
54,5	54,5	4)	—	70,6	—	3,0	—	—	73,6	—	—	—	—	—	73,6	73,6	
194,7	—	5)	—	—	—	1.099,1	19,0	—	—	—	—	—	—	—	1.118,1	—	
—	194,7		—	—	—	1.151,7	12,1	—	—	—	—	—	—	45,7	—	1.118,1	
266,5	266,5	6)	—	—	294,7	287,5	216,2	—	210,0	—	0,4	—	8,3	8,9	294,7	294,7	
448,8	448,8	7)	—	5,0	0,8	1,8	86,1	—	247,1	0,6	58,9	7,8	—	261,1	247,1	247,1	
27,0	27,0	8)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	170,0	—	170,0	170,0	170,0	
249,8	249,8	9)	—	—	—	81,8	67,9	—	2,9	—	76,8	14,9	81,8	26,7	108,5	108,5	
1.728,3	—	c)	42,3	144,9	480,7	928,2	255,6	—	16,0	—	1,9	—	82,9	—	1.408,5	—	
—	1.728,3		—	—	446,3	198,6	161,8	—	167,6	—	—	16,1	361,6	56,5	—	1.408,5	
1.107,6	1.107,6	1)	360,0	158,6	—	518,6	—	—	—	—	—	—	—	—	518,6	518,6	
320,9	320,9	2)	147,6	20,0	—	—	—	—	167,6	—	—	—	—	—	167,6	167,6	
375,8	—	3)	—	—	—	518,1	255,6	—	—	—	—	—	—	—	773,7	—	
—	375,8		—	—	—	717,2	—	—	—	—	—	—	—	56,5	—	773,7	
114,9	114,9	4)	170,0	—	—	—	—	170,0	—	—	—	—	—	—	170,0	170,0	
220,6	—	5)	—	—	480,7	119,1	—	—	—	—	—	—	82,9	—	278,7	—	
—	220,6		—	—	82,9	—	—	—	—	—	—	—	361,6	—	—	278,7	
340,1	—	6)	0,1	6,3	—	529,2	—	—	16,0	—	1,9	—	—	—	537,1	—	
—	340,1		—	—	529,2	—	8,2	—	—	—	—	16,1	—	—	—	537,1	
169,0	169,0	d)	1,3	—	89,0	1,3	62,2	—	337,9	—	—	—	311,1	—	26,8	26,8	
6.286,8	—	e)	—	283,9	113,7	4.470,0	68,0	—	241,1	—	27,2	268,1	1.810,5	684,3	7.257,2	—	
—	6.286,8		129,4	2.281,4	45,6	622,3	119,2	15,4	1.478,4	327,0	23,2	359,6	1.637,1	249,4	—	7.257,2	
2.694,0	2.694,0	1)	129,4	2.257,6	—	2.704,2	—	2,2	90,0	327,0	0,6	78,6	—	—	2.704,2	2.704,2	
33,7	33,7	2)	—	16,3	—	—	16,3	—	—	—	—	—	—	—	16,3	16,3	
59,0	—	3)	—	—	—	27,1	84,9	—	—	—	—	—	—	—	112,0	—	
—	59,0		—	—	—	84,9	27,1	—	—	—	—	—	—	—	—	112,0	
321,8	321,8	4)	—	1,9	303,4	1274,9	3,9	—	1.581,6	—	1,3	—	—	—	303,4	303,4	
19,8	19,8	5)	—	—	367,0	—	—	—	—	—	—	—	367,0	—	367,0	367,0	
—	—	6)	—	—	47,9	—	—	—	—	—	—	—	47,9	—	47,9	47,9	
3.198,1	—	7)	—	283,9	98,0	1.738,7	0,6	—	241,1	—	27,2	268,1	1.810,5	684,3	4.473,0	—	
—	3.198,1		—	38,2	45,6	1.812,3	96,0	17,6	13,2	—	25,1	281,0	1.956,2	249,4	—	4.473,0	
3.149,8	—	f)	—	58,0	37,3	618,3	1.829,1	35,0	916,2	11,2	41,4	—	1.047,2	24,8	4.618,5	—	
—	3.149,8		472,2	2.110,2	65,6	—	535,9	7,1	82,1	743,5	118,6	107,2	202,2	173,9	—	4.618,5	
419,7	419,7	1)	194,5	226,4	—	618,3	—	—	0,4	162,3	34,7	—	—	—	618,3	618,3	
1.532,0	1.532,0	2)	265,0	1.264,2	—	—	1.675,0	7,1	—	77,4	—	61,3	—	—	1.675,0	1.675,0	
374,1	—	3)	—	57,3	34,0	—	154,1	—	—	—	—	—	1.047,2	24,8	1.249,4	—	
—	374,1		—	481,5	65,6	—	434,3	—	10,4	0,4	—	55,0	202,2	—	—	1.249,4	
824,0	—	4)	—	0,7	71,3	—	—	35,0	916,2	11,2	41,4	—	—	—	1.075,8	—	
—	824,0		12,7	138,1	—	—	101,6	—	71,3	503,4	83,9	9,1	—	173,9	—	1.075,8	
3.199,1	—	g)	782,8	18,0	1.269,9	802,3	76,4	19,5	33,8	—	1,8	—	0,1	—	2.936,8	—	
—	3.199,1		—	34,0	—	—	1.483,8	—	1.134,3	5,2	—	162,8	128,4	1,3	—	2.936,8	
1.560,2	—	1)	22,1	7,0	1.263,2	38,0	34,8	1,9	19,1	—	2,6	—	4,0	—	1.297,1	—	
—	1.560,2		—	—	—	—	—	—	1.184,3	—	—	162,8	—	—	—	1.297,1	
1.284,2	—	2)	664,6	14,0	33,5	713,0	46,6	14,2	11,2	—	9,1	—	—	—	1.483,8	—	
—	1.284,2		—	—	—	—	1.483,8	—	—	—	—	—	—	—	—	1.483,8	
499,1	—	3)	13,9	3,0	0,8	51,3	5,6	3,8	3,5	—	4,7	—	3,9	—	27,5	—	
—	499,1		—	34,0	—	—	—	—	—	5,2	—	—	—	1,3	—	27,5	
144,4	144,4	4)	154,2	—	26,0	—	0,6	0,4	—	—	—	—	128,4	—	128,4	128,4	
1.287,4	—	h)	370,0	374,9	2,4	29,6	27,9	25,2	220,5	69,4	0,1	—	377,8	3,0	1.494,8	—	
—	1.287,4		—	1.087,9	—	99,0	50,1	16,2	—	—	—	—	241,6	—	—	1.494,8	
1.975,8	—	i)	1.105,6	42,0	—	—	—	—	—	—	—	2,2	12,1	—	1.157,5	—	
—	1.975,8		—	12,1	—	—	—	201,5	12,8	—	335,0	—	596,1	—	—	1.157,5	
535,0	535,0	1)	509,5	27,0	—	—	—	201,5	—	—	335,0	—	—	—	536,5	536,5	
1.440,8	—	2)	596,1	15,0	—	—	—	—	—	—	—	2,2	12,1	—	621,0	—	
—	1.440,8		—	12,1	—	—	—	—	12,8	—	—	—	596,1	—	—	621,0	
24,1	—	l)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	535,0	535,0	—	
—	24,1		—	—	172,3	127,4	79,7	—	—	—	—	—	145,6	10,0	—	535,0	
22.071,2	—		6.635,4	2.868,7	1.543,7	8.497,8	2.572,6	67,3	626,6	0,6	210,0	307,1	3.156,3	1.167,7	27.653,8	—	
—	22.071,2		601,6	5.525,6	1.543,7	8.311,6	2.442,6	209,4	2.375,0	1.065,3	476,8	815,7	3.664,8	621,7	—	27.653,8	
—	—		6.033,8	2.656,9	—	186,2	130,0	142,1	1.748,4	1.064,7	266,8	508,6	508,5	546,0	—	—	

miliardi, ha reso disponibili i mezzi finanziari necessari per coprire i fabbisogni del settore pubblico e della stessa Economia (tav. 120).

Più in particolare, nel 1970 l'andamento delle attività e passività delle Famiglie ha dato luogo alla formazione di un avanzo finanziario, canalizzato al finanziamento dei fabbisogni degli altri settori, di 6.030 miliardi, che, espresso in rapporto al reddito disponibile, è disceso al 13,6 per cento dal 15,5 per cento del 1969, mettendo in evidenza una diminuzione della propensione del settore al risparmio finanziario (fig. 55).

FIG. 55



Saldi finanziari dei settori
(variazioni nel periodo in miliardi di lire)

(1) Per il 1967 e il 1968 i dati sono corretti dei movimenti accidentali di fine 1967.

Una forte dilatazione ha presentato il disavanzo finanziario del settore pubblico, che riflette l'insufficienza di risparmio rispetto agli investimenti dello stesso settore e sul quale, invero, ha inciso anche la componente accidentale dovuta agli scioperi del personale statale. Meno accentuati, rispetto all'anno precedente, sono stati gli stimoli espansivi sulla formazione di attività finanziarie derivanti dall'Estero, il cui disavanzo di parte corrente è sceso a 509 miliardi (1.462 miliardi nel 1969).

Particolare attenzione richiede l'interpretazione del disavanzo finanziario delle « imprese », che nel 1970 si è ragguagliato a 2.660 miliardi (di cui 540 nei confronti delle aziende di credito) (tav. a 106), mentre nel 1969 era stato pari a 3.050 miliardi. Infatti il saldo verificatosi nel 1970 è la risultante di andamenti opposti nei diversi rami di attività economica inclusi nel settore esaminato. Così, mentre la posizione netta nei confronti delle aziende di credito delle costruzioni edilizie, dei servizi e dell'agricoltura è migliorata di un importo che si può stimare intorno ai 500 miliardi, dai conti finanziari, come si è già detto, appare che per il complesso delle imprese la stessa posizione si è deteriorata per un ammontare analogo. Pertanto l'indebitamento netto con le aziende di credito delle altre imprese, che includono essenzialmente quelle industriali, nelle quali più accelerato è stato l'aumento dei costi da lavoro e degli investimenti, risulterebbe dell'ordine di 1.000 miliardi.

Se ora si considera che nel 1969 le costruzioni edilizie, i servizi e l'agricoltura avevano ampliato il loro indebitamento netto nei confronti delle aziende di credito di circa 400 miliardi, e che il complesso dei rapporti netti degli stessi rami di attività con gli altri finanziatori non ha presentato andamenti particolarmente difforni nei due anni, ne consegue che l'indebitamento netto delle sole imprese industriali (escluse le costruzioni) è aumentato, nel 1970 rispetto all'anno precedente, per un ordine di grandezza di circa 500 miliardi.

L'accresciuto fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese industriali è comunque evidente se si considera la variazione delle passività delle stesse (tavv. 118 e 125).

Per converso, l'aumento delle attività finanziarie, superiore a quello dell'indebitamento con le aziende di credito, che si riscontra per il settore delle costruzioni può essere ricondotto sia alla fase ciclica discendente dell'edilizia, sia ai maggiori acquisti di abitazioni da parte delle Famiglie; quest'ultimo fenomeno, come si dirà in seguito, è suggerito dal confronto dell'andamento dell'avanzo finanziario e del risparmio complessivo delle Famiglie.

Le attività finanziarie dell'Economia. — Poiché non vi è necessariamente corrispondenza tra il volume di attività finanziarie che l'Economia desidera accumulare e la quantità nominale degli strumenti finanziari emessi a copertura del fabbisogno netto di finanziamento del settore pubblico e dell'Estero e del fabbisogno lordo della stessa

ATTIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA E LORO CONTROPARTITE

(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consistenze alla fine del 1969	1968	1969	1970				
				Anno	trimestri (1)			
					I	II	III	IV
Attività finanziarie:								
SULL'INTERNO	78.157	6.736	6.610	8.207	796	1.482	1.029	4.900
Attività liquide (2)	45.031	4.592	4.675	6.305	11	1.121	750	4.423
Altri depositi e buoni fruttiferi	1.435	286	119	164	20	17	20	181
Titoli a reddito fisso	10.817	1.156	944	646	466	174	151	157
Azioni e partecipazioni	15.745	177	323	540	163	68	312	3
Altre attività finanziarie	5.129	525	549	552	136	136	138	142
SULL'ESTERO	8.020	1.247	2.196	1.297	585	344	196	172
Crediti a breve (netti) e mutui	1.560	176	324	341	143	141	40	17
Altre attività finanziarie	6.460	1.071	1.872	956	442	203	156	155
Totale (3) . . .	86.177	7.983	8.806	9.504	1.381	1.826	1.225	5.072
A fronte di finanziamenti a:								
ECONOMIA	63.744	4.627	5.716	6.127	547	1.609	1.109	2.862
DALL'INTERNO	58.797	4.320	5.579	5.252	463	1.229	972	2.588
Indebitamento: a breve	19.940	1.451	2.539	2.411	456	719	173	1.975
a medio e lungo	21.213	2.333	2.447	2.131	729	413	402	587
Azioni e partecipazioni	17.644	536	593	710	190	97	397	26
DALL'ESTERO	4.947	307	137	875	84	380	137	274
Indebitamento a medio e lungo	852	85	107	497	19	327	16	167
Azioni e partecipazioni	4.095	222	244	378	65	53	153	107
ESTERO (4)	6.424	1.642	1.462	509	60	100	369	100
SETTORE PUBBLICO (consolidato)	17.935	2.168	1.849	3.322	936	545	96	1.745
PARTITE NON CLASSIFICABILI (5)	- 1.926	- 454	- 221	- 454	- 42	- 428	- 349	365
Totale	86.177	7.983	8.806	9.504	1.381	1.826	1.225	5.072
Saldi finanz. dell'Economia:								
a breve termine (6)	26.526	3.427	2.255	4.058	487	385	557	2.629
a lungo termine	- 4.093	- 71	835	- 681	347	- 168	- 441	- 419
Saldo (7)	22.433	3.356	3.090	3.377	834	217	116	2.210

(1) Dati parzialmente stimati. — (2) I dati sono corretti dei movimenti accidentali di fine 1967. — (3) Risparmio finanziario lordo dell'economia. — (4) Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti economica. — (5) Sono compresi gli sfasamenti. — (6) Esclusi i crediti commerciali a breve (netti) sull'estero. — (7) I saldi finanziari dell'Economia nel corso del 1969 sono stati 782 476 472 1.360

Economia, è di particolare importanza la determinazione dell'ammontare di attività finanziarie che può essere creato ed accolto nei bilanci dell'Economia senza generare pressioni sulle risorse disponibili e perciò causare impulsi inflazionistici e il deterioramento della bilancia dei pagamenti.

Ove ci si trovi in prossimità della piena occupazione e si voglia conseguire l'obiettivo dell'equilibrio interno ed esterno, l'ammontare desi-

derato di risparmio finanziario lordo da parte dell'Economia, ed in particolare da parte delle Famiglie, limita i complessivi finanziamenti al settore pubblico, all'Estero e alle Imprese.

L'Economia (ed in particolare il settore Famiglie) distribuisce il complessivo risparmio tra investimento reale e acquisto di attività finanziarie in funzione dei rendimenti ottenibili e delle aspettative sui prezzi, date le caratteristiche oggettive delle stesse attività e un insieme di preferenze.

Guardando all'andamento di più lungo periodo si rileva che, tra il 1951 e il 1970, la propensione dell'Economia ad acquistare attività finanziarie è stata pari, in media, al 13,9 per cento del reddito nazionale, passando dall' 8,7 per cento nel periodo 1951-1958 al 15,3 per cento nel periodo 1959-1970. Tale propensione mostra quindi una tendenza crescente che riflette sia la maggiore offerta di attività finanziarie per l'ampliarsi del grado di dissociazione tra risparmio e investimento, sia l'aumento più che proporzionale della domanda di dette attività al crescere del reddito pro-capite, come indice dello sviluppo.

Lo stesso rapporto presenta anche un andamento ciclico che è influenzato sia dalle fluttuazioni del settore « reale », sia dalla politica monetaria. Nel 1970 la propensione ad acquistare attività finanziarie è discesa al 16,3 per cento dal 16,9 per cento del 1969, in conseguenza, da un lato, della limitata formazione del risparmio dell'Economia e, dall'altro, della politica monetaria non espansiva nei primi trimestri. Nel corso del 1970 il valore minimo del rapporto rispetto al reddito delle attività finanziarie, e più in particolare di quelle liquide, verificatosi nel terzo trimestre, corrisponde infatti ai massimi livelli dei tassi di rendimento registrati nell'anno (tav. 121).

TAV. 121

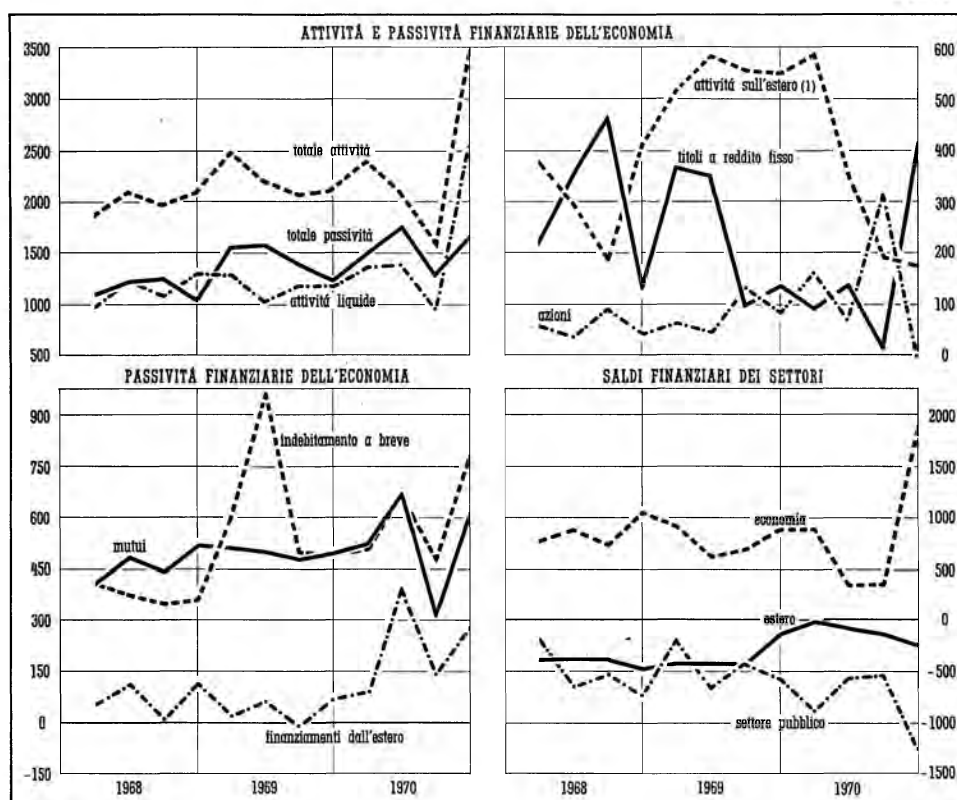
RAPPORTI TRA LE ATTIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA E IL REDDITO

Anni (1)	Variazioni delle attività		Tassi di rendimento delle obbligazioni
	finanziarie RNL	liquide RNL	
1962	16,4	10,9	5,78
1964	10,2	5,8	6,97
1968	16,8	9,7	6,54
1969	16,9	9,0	6,73
1970	16,3	10,8	8,63
1970 - 1° trim.	16,6	9,6	7,76
2° »	14,4	9,8	8,75
3° »	10,9	6,6	9,17
4° »	23,2	17,2	8,86

(1) I dati trimestrali sono destagionalizzati.

Nel 1970 risulta crescente l'importanza del disavanzo del settore pubblico (35 per cento) e decrescente l'apporto dell'Estero (5 per cento) sulla formazione delle complessive attività finanziarie dell'Economia. Il fabbisogno di finanziamento esterno delle Imprese ha continuato ad essere la più importante contropartita della formazione delle complessive attività finanziarie dell'Economia, sebbene il suo concorso si sia relativamente ridotto. In particolare nel primo trimestre è stato dominante il contributo del disavanzo del settore pubblico (68 per cento), che è nuovamente divenuto cospicuo nel quarto trimestre (34 per cento); nei periodi in cui le componenti esterne all'Economia hanno avuto un

Fig. 56



Attività finanziarie dell'Economia e loro contropartite
(variazioni trimestrali destagionalizzate in miliardi di lire)

(1) Comprende i crediti commerciali a breve (netti).

peso maggiore nella formazione delle attività finanziarie, più ampio è stato il risparmio finanziario lordo dello stesso settore (tav. 120 e fig. 56).

Alla fine del 1970 la ricchezza finanziaria lorda dell'Economia era pari a 93.200 miliardi, essendosi accresciuta nell'anno del 12,3 per

cento, non considerando le variazioni dei corsi azionari (tav. a 110). L'aumento non è stato uguale per le varie componenti delle attività finanziarie. Sempre escludendo l'effetto delle variazioni dei corsi, le attività sull'estero sono infatti aumentate del 16,5 per cento, mentre le azioni e partecipazioni si sono sviluppate ad un tasso del 5,1 per cento. I titoli a reddito fisso, infine, si sono accresciuti ad un tasso del 5,8 per cento e le attività liquide del 14,0 per cento, superiore a quello medio complessivo, che riflette sia l'aumento della preferenza alla liquidità, sia il fatto che la maggiore creazione di base monetaria si è verificata nell'ultimo trimestre del 1970. Infatti, l'effetto di variazioni della base monetaria si verifica inizialmente, con lo stesso segno, soprattutto sui depositi bancari, che poi lo propagano alle restanti attività. Al proposito si osserva che il rapporto tra le attività finanziarie sull'interno di nuova formazione e l'incremento di base monetaria è stato pari, per il 1970, a circa 3,8, contro 5,3 nel 1969, 5,4 nel 1968 e nel 1967. Questi rapporti, che misurano il moltiplicatore ex-post rispetto alla base monetaria, confermano il suo limitato campo di oscillazione. La flessione verificatasi nel 1970 è spiegabile, oltre che con l'anzidetto concentrarsi della creazione di base monetaria nell'ultima parte dell'anno, con la maggiore quota di circolante rimasta, in media, in mano al pubblico, e con lo spostamento di disponibilità dai depositi a risparmio verso quelli in conto corrente, che richiedono un maggior volume di base monetaria.

Le attività liquide dell'Economia. — Nel 1970 il settore pubblico, per l'espansione del disavanzo complessivo e per l'impossibilità di ricorrere al mercato dei capitali, ha determinato una formazione di attività liquide, richiedendo crediti alle istituzioni monetarie, per 2.790 miliardi. Questo andamento riflette prevalentemente l'evoluzione dell'indebitamento netto dello Stato, aumentato dell'ammontare dei titoli a lungo termine rimborsati all'Economia nel 1970. Nell'anno in esame sono invece diminuite le complessive attività liquide create in contropartita dell'indebitamento degli altri comparti del settore pubblico: la flessione dell'indebitamento a breve risulta però dai rapporti intercorrenti tra le Aziende autonome e il Tesoro-Cassa DD.PP., in quanto i crediti ottenuti dal sistema bancario sono sensibilmente cresciuti.

Il settore Estero, invertendo l'andamento del 1969, ha contribuito a creare attività liquide (tav. 122).

CONTO CONSOLIDATO DEGLI ORGANISMI CREATORI DI LIQUIDITA'

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1968	1969	1970				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
A T T I V I T A'							
Esteri (netto)	393,3	- 869,5	222,4	- 473,6	113,6	209,3	373,1
Economia	2.143,6	3.372,1	3.112,2	- 219,2	879,0	346,1	2.106,3
a breve termine	1.343,1	2.480,2	2.388,9	- 475,1	730,9	164,4	1.968,7
a lungo termine	800,5	891,9	723,3	255,9	148,1	181,7	137,6
Settore pubblico	1.808,3	1.833,4	2.793,0	1.103,2	- 38,6	388,6	1.339,8
Indebit. netto dello Stato (1)	446,6	256,1	1.947,2	754,5	- 95,9	323,3	965,3
altri: a breve termine . . .	525,9	814,2	11,2	121,5	- 87,3	- 63,4	40,4
a lungo termine . . .	835,8	763,1	834,6	227,2	144,6	128,7	334,1
Altri settori (2)	967,1	990,2	836,9	- 5,2	308,8	- 7,6	540,9
a breve termine	206,7	136,1	- 47,4	- 196,7	128,8	- 170,0	190,5
a lungo termine	760,4	854,1	884,3	191,5	180,0	162,4	350,4
Sfasamenti (3)	- 129,5	- 155,9	- 550,0	128,7	- 620,2	- 180,5	122,0
Totale	5.182,8	5.170,3	6.414,5	533,9	642,6	755,9	4.482,1
P A S S I V I T A'							
Economia	4.592,5	4.675,4	6.305,1	10,7	1.121,2	749,5	4.423,7
biglietti e monete (4)	359,4	694,2	488,0	- 325,5	206,9	- 53,4	660,0
depositi: a vista (4)	2.220,8	2.549,4	6.166,8	602,9	1.384,3	1.105,1	3.074,5
a risparmio	2.014,1	1.428,5	- 351,0	- 269,2	- 470,4	- 299,5	688,1
titoli a breve	- 1,8	3,3	1,3	2,5	0,4	- 2,7	1,1
Settore pubblico	307,4	362,8	- 132,2	405,4	- 393,8	232,7	- 376,5
biglietti e depositi a vista . .	307,4	362,8	- 132,2	405,4	- 393,8	232,7	- 376,5
Altri settori (2) (3)	282,9	132,1	241,6	117,8	- 84,8	- 226,3	434,9
biglietti e depositi a vista . .	260,5	288,5	- 75,6	- 24,4	- 68,7	- 149,5	167,0
altre attività liquide	22,4	- 156,4	317,2	142,2	- 16,1	- 76,8	267,9
TOTALE LIQUIDITA'	5.182,8	5.170,3	6.414,5	533,9	642,6	755,9	4.482,1
PRIMARIA	3.148,1	3.894,9	6.447,0	658,4	1.128,7	1.134,9	3.525,0
SECONDARIA	2.034,7	1.275,4	- 32,5	- 124,5	- 486,1	- 379,0	957,1

(1) Il calcolo del fabbisogno dello Stato è fatto sottraendo dal disavanzo complessivo l'importo dei titoli di Stato a lungo termine sottoscritti da operatori esterni agli organismi creatori di liquidità. — (2) Istituti speciali di credito e istituti di assicurazione. — (3) Comprende le partite non classificabili. — (4) I dati sono corretti dei movimenti accidentali di fine 1967.

Infine, l'Economia ha diminuito, rispetto all'anno precedente, il ricorso agli organismi creatori di liquidità, confermando la correlazione inversa che lega l'andamento della bilancia dei pagamenti all'evoluzione della domanda di crediti a breve termine da parte del settore; su questo andamento ha però inciso anche la politica di contenimento del credito all'Economia, data l'espansione dei finanziamenti al settore pubblico.

Il rapporto tra le consistenze di fine periodo delle attività liquide e il reddito nazionale si è accresciuto grazie alla cospicua espansione

dei depositi bancari e alla ripresa di quelli postali avvenute nell'ultimo trimestre dell'anno. Il rapporto tra la consistenza media delle attività liquide dell'Economia e il reddito nazionale ha subito invece una lieve flessione, che deve essere però valutata in relazione al fatto che lo stesso rapporto presenta un andamento di fondo crescente e che nel corso del 1970 vi è stato uno spostamento nella composizione delle attività finanziarie a favore di quelle più liquide (tav. 123).

Tav. 123

RAPPORTI TRA LE ATTIVITA' LIQUIDE DELL'ECONOMIA E IL REDDITO

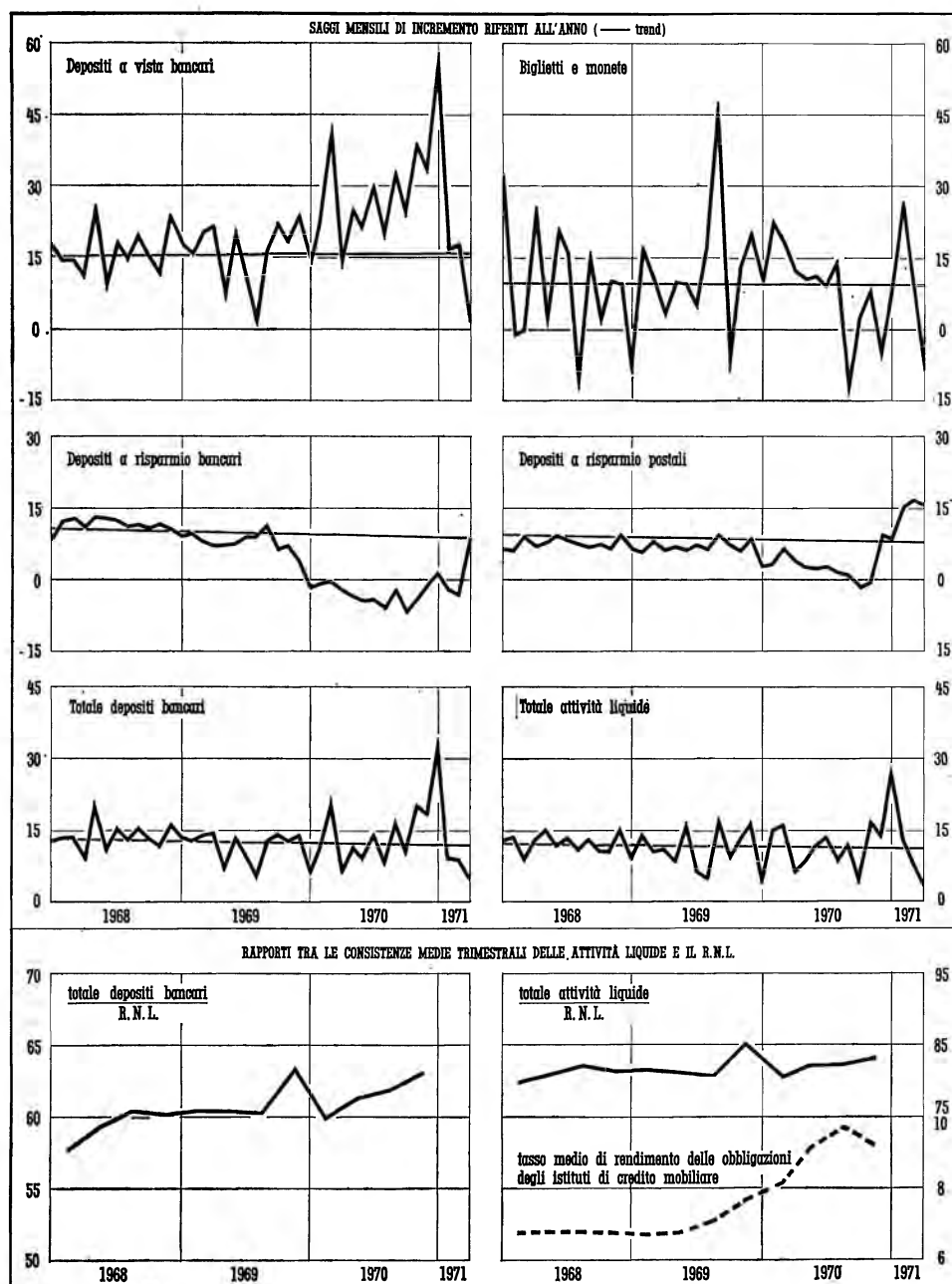
A n n i	Biglietti e monete RNL		Depositi bancari RNL		Attività liquide RNL	
	sulle consistenze		sulle consistenze		sulle consistenze	
	medie	di fine periodo	medie	di fine periodo	medie	di fine periodo
1967	0,0985	0,1106	0,5699	0,5938	0,7724	0,8164
1968	0,0994	0,1100	0,6003	0,6313	0,8054	0,8536
1969	0,0982	0,1131	0,6178	0,6410	0,8199	0,8635
1970	0,0995	0,1096	0,6215	0,6698	0,8194	0,8814

Nel 1970 l'incremento dei biglietti e monete è stato contenuto (8,3 per cento), dopo la cospicua espansione del 1969. Se però si fa riferimento alla giacenza media del circolante posseduto dall'Economia, il tasso di incremento risulta maggiore (13,2 per cento) e il rapporto rispetto al reddito nazionale accresciuto in confronto al 1969.

Nel 1970, il tasso di incremento dei depositi a vista risulta più accentuato di quello delle complessive attività liquide dell'Economia a causa di spostamenti di disponibilità dai depositi a risparmio, per i motivi già indicati nel capitolo sull'attività delle aziende di credito (fig. 57). Nel primo trimestre 1971, il tasso di crescita delle attività liquide, e in particolare quello dei depositi bancari, mostra una caduta al di sotto della linea di evoluzione di più lungo periodo; questo fenomeno è però dovuto allo spostamento di disponibilità per circa 600 miliardi dai depositi bancari a quelli presso gli istituti speciali di credito, non inclusi nella definizione di attività liquide.

Nel 1970 si è infine accentuata la tendenza alla riduzione della importanza, sul totale delle attività liquide, dei depositi postali a risparmio, i quali hanno peraltro mostrato nella prima parte del 1971 una tendenza a recuperare la minore raccolta dello scorso anno.

Fig. 57



Attività liquide dell'Economia

Il risparmio finanziario delle Famiglie. — Nel 1970 il risparmio finanziario lordo delle Famiglie, ragguagliatosi a 6.640 miliardi, è stato solo di poco superiore al flusso dell'anno precedente, sia per la maggiore attrazione esercitata dagli investimenti in abitazioni, anche a causa delle

aspettative sui prezzi, sia per la carenza sui mercati italiani di adeguati e remunerativi strumenti finanziari con i quali diversificare le attività possedute (tav. 124).

TAV. 124

ANALISI DEL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE (1)

Voci	Consistenze a fine		Flussi				
	1965	1970	1966	1967	1968	1969	1970
<i>(miliardi di lire)</i>							
Biglietti e monete (2)	3.118	5.107	340	298	319	614	418
Depositi bancari (2)	10.117	21.596	1.605	1.777	2.288	2.169	3.640
Depositi postali	3.293	4.706	348	317	309	291	148
Altri depositi e buoni fruttiferi	686	1.604	158	190	278	121	171
Titoli a reddito fisso	5.609	11.085	1.207	1.163	1.139	943	629
Azioni e partecipazioni (3) . .	4.839	5.851	50	20	40	160	230
Riserve matematiche	2.863	5.246	432	461	479	502	509
Attività sull'estero (4)	2.397	6.881	457	627	922	1.758	890
Totale . . .	32.922	62.076	4.597	4.853	5.774	6.558	6.635
<i>(composizioni percentuali)</i>							
Biglietti e monete	9,5	8,2	7,4	6,2	5,5	9,4	6,3
Depositi bancari	30,7	34,8	34,9	36,6	39,6	33,1	54,9
Depositi postali	10,0	7,6	7,6	6,5	5,4	4,4	2,2
Altri depositi e buoni fruttiferi	2,1	2,6	3,4	3,9	4,8	1,8	2,6
Titoli a reddito fisso	17,0	17,9	26,3	24,0	19,7	14,4	9,5
Azioni e partecipazioni	14,7	9,4	1,1	0,4	0,7	2,4	3,4
Riserve matematiche	8,7	8,4	9,4	9,5	8,3	7,7	7,7
Attività sull'estero	7,3	11,1	9,9	12,9	16,0	26,8	13,4
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Dati parzialmente stimati. — (2) Per il 1967 e il 1968 i flussi sono depurati dei movimenti accidentali di fine 1967. — (3) Le azioni e partecipazioni sono valutate ai prezzi di mercato, moltiplicando il valore nominale delle consistenze per il rapporto tra valori di borsa e valori nominali a fine 1970. Il valore di mercato delle azioni possedute dalle Famiglie a fine 1965, che si ottiene applicando l'indice relativo ai valori di borsa a fine 1965, è di 5.911 miliardi. — (4) Le consistenze sono calcolate secondo una metodologia diversa da quella adottata per la tavola a 104 al fine di renderle comparabili con le valutazioni dei flussi.

L'altro aspetto saliente che ha caratterizzato il 1970 è stata la profonda alterazione della composizione del risparmio finanziario delle Famiglie, per il modificarsi dei differenziali di rendimento tra le diverse attività e per la accresciuta rischiosità degli investimenti in titoli a reddito fisso. Nel complesso dell'anno il rialzo dei tassi di rendimento all'interno, ed in particolare dei tassi passivi bancari, che ha reso le attività finanziarie nazionali competitive con quelle estere, nonché l'instabilità dei corsi dei titoli a reddito fisso, hanno causato uno spostamento verso l'alto della preferenza alla liquidità delle Famiglie.

All'espansione dei depositi bancari, nei quali il settore in esame ha investito il 54,9 per cento del risparmio finanziario lordo, si è contrapposta la riduzione del peso delle attività sull'estero, sceso al 13,4 per cento del risparmio finanziario.

Il processo di sostituzione a favore delle attività interne più liquide ha riguardato anche i titoli a reddito fisso; le Famiglie, infatti, hanno sottoscritto obbligazioni per un importo inferiore a quello del 1969, che già risentiva di una flessione rispetto agli anni precedenti, riducendo al 9,5 per cento la quota del risparmio finanziario destinata a questa categoria di attività.

L'immissione, nell'anno, di meno elevati importi di titoli a reddito fisso nei portafogli delle Famiglie è stata parzialmente sostituita da più ampi acquisti di azioni, stimolati dalla maggiore offerta di questi valori mobiliari; la quota degli investimenti in azioni è salita al 3,4 per cento del risparmio finanziario delle Famiglie.

I finanziamenti complessivi all'Economia. — Nel 1970 il flusso complessivo dei finanziamenti ottenuti dal settore è stato pari a 6.130 miliardi, raggiugnandosi al 13,3 per cento del prodotto lordo privato (tavv. 120 e 126).

I finanziamenti a breve termine ottenuti dall'Economia sono scesi a 2.410 miliardi (2.540 miliardi nel 1969), sia per il rallentamento dell'attività produttiva che per la politica di contenimento del credito, che esplica i suoi primi effetti sul sistema bancario (fig. 56).

Nel complesso dell'anno il finanziamento a breve è aumentato del 12,1 per cento, contro il 14,6 del 1969, sebbene nei due anni gli investimenti lordi a prezzi correnti abbiano avuto una espansione elevata e di entità pressoché pari. Poiché ricerche empiriche suggeriscono che la lunghezza del prefinanziamento si aggira intorno ad un anno, la più contenuta espansione dell'indebitamento a breve nel 1970 rispetto all'anno precedente, nonostante l'elevato tasso di sviluppo degli investimenti a prezzi correnti e il peggioramento dei conti economici delle imprese, è almeno in parte connessa alla forte accelerazione degli investimenti verificatasi nel 1969, continuata solo nella prima parte del 1970. Va però precisato che la minore espansione del credito a breve termine è la risultante di una diversa evoluzione nei vari rami di attività economica.

Infatti, il credito a breve del settore industriale (escluse le costruzioni edilizie e l'industria alimentare) è passato da 1.120 miliardi nel

1969 a 1.790 nel 1970, e quello a medio e lungo termine, ove si includano le emissioni azionarie, da 1.430 a 1.670 miliardi; di conseguenza i fondi a breve sono saliti dal 43,9 al 51,7 per cento dei complessivi finanziamenti e il rapporto tra la consistenza del credito a breve termine ricevuto dall'industria e il suo prodotto lordo al costo dei fattori è salito a 75,9 per cento dal già elevato livello dell'anno precedente (74,2). Il descritto andamento del comparto industriale va collegato sia all'aumento della produzione a prezzi correnti e al sostenuto tasso di sviluppo degli investimenti, sia ai più elevati incrementi della remunerazione del lavoro dipendente, e si contrappone alla evoluzione osservata per gli « altri settori » dell'Economia, i quali hanno ottenuto minori crediti complessivi (2.670 miliardi contro 3.170 nel 1969) (tav. 125).

Il minore incremento dei finanziamenti rilevato per gli « altri settori » (i quali comprendono, oltre alle famiglie, l'edilizia, l'industria alimentare, le attività terziarie e l'agricoltura), riflette l'andamento del credito a breve termine, aumentato di soli 620 miliardi (1.420 nell'anno precedente), mentre gli altri finanziamenti sono passati da 1.750 a 2.050 miliardi.

Il complessivo finanziamento a medio e lungo termine dell'Economia (escluse le emissioni azionarie) ha raggiunto, nel 1970, i 2.630 miliardi (2.340 miliardi nel 1969), malgrado la flessione verificatasi nel terzo trimestre. Questo andamento è la risultante della diversa evoluzione delle singole forme di indebitamento. I mutui degli istituti speciali di credito hanno raggiunto i 1.530 miliardi (1.420 miliardi nel 1969), e si sono concentrati nel comparto dei crediti mobiliari, anche per il presumibile consolidamento dei prefinanziamenti bancari (tavv. 119, a 105 e a 106).

Le emissioni di obbligazioni, interamente attribuibili alle imprese pubbliche, sono state pressoché compensate dai rimborsi, sicché il loro apporto netto è stato di soli 30 miliardi (490 miliardi nel 1969). Le emissioni di obbligazioni all'interno sono state surrogate dal ricorso ai mercati esteri, che ha permesso alle imprese di ottenere, ove si escludano le azioni, finanziamenti diretti per circa 500 miliardi; come è noto anche gli istituti speciali si sono avvalsi di questo canale di raccolta di fondi per poter sviluppare i loro impieghi all'interno.

Nel 1970, anche escludendo i fondi di dotazione, il capitale di rischio delle imprese si è accresciuto di 880 miliardi (620 miliardi nel 1969), in quanto l'offerta di azioni è stata stimolata dalle facilitazioni

FINANZIAMENTI ALL'ECONOMIA PER RAMI DI ATTIVITA' ECONOMICA

(variazioni in miliardi di lire)

Fonti del credito	Sistema bancario	Istituti speciali e di assicurazione (1)	Settore pubblico (2)	Valori mobiliari (3)	Estero (4)	Totale	Finanz. a breve (consist.) Finanz. totale	Finanz. a breve (consist.) P. L. (5)
Rami di attività economica								
1969								
Industria (6)	1.159	501	171	721	- 3	2.549	43,9	74,2
Meccanica	485	224	54	154	- 1	916	51,0	74,8
Metallurgica	63	- 2	5	48	- 1	115	53,9	150,7
Chimica e oli minerali (7)	215	203	70	202	- 4	686	32,2	85,1
Tessile e affini (8)	158	61	—	26	1	246	63,4	72,5
Legno carta e affini	84	18	—	32	—	134	57,5	69,8
Energia elettrica, gas, acqua	42	- 38	42	232	—	278	10,4	13,3
Altre	112	35	—	27	—	174	61,5	70,9
Altri settori	1.689	954	234	395	- 105	3.167	44,9	41,3
Totale Economia	2.848	1.455	405	1.116	- 108	5.716	44,4	52,6
1970								
Industria (6)	1.868	528	135	621	303	3.455	51,7	75,9
Meccanica	679	255	8	259	15	1.216	54,7	72,1
Metallurgica	185	112	19	66	43	425	43,5	147,1
Chimica e oli minerali (7)	597	157	56	129	15	954	60,2	104,5
Tessile e affini (8)	89	9	—	60	38	196	42,9	69,7
Legno carta e affini	97	—	—	35	1	133	68,4	67,0
Energia elettrica, gas, acqua	133	- 24	52	15	191	367	29,2	20,2
Altre	88	19	—	57	—	164	49,4	70,2
Altri settori	942	990	259	290	191	2.672	23,4	39,6
Totale Economia	2.810	1.518	394	911	494	6.127	39,4	52,4

(1) I mutui degli istituti speciali di credito agrario, fondiario e edilizio sono al netto dello scarto cartelle, in conformità a quanto indicato nelle tavole dei conti finanziari. — (2) Include i fondi di dotazione forniti dal Tesoro e dagli enti territoriali. — (3) Include i valori mobiliari sottoscritti dall'estero. — (4) Include i soli prestiti e debiti commerciali a lungo termine, in quanto i debiti commerciali a breve sono saldati con i crediti; per i valori mobiliari vedi nota (3). — (5) Rapporti tra le consistenze del credito a breve termine e il prodotto lordo al costo dei fattori dei singoli rami di attività (per quest'ultimo, fonte Istat). — (6) Escluse l'industria alimentare e quella delle costruzioni, comprese negli altri settori. — (7) Compresa la gomma. — (8) Compresi abbigliamento, pelli e calzature.

fiscali; la struttura finanziaria delle imprese ha così tratto beneficio dalle più ampie emissioni azionarie che, insieme ai fondi di dotazione, hanno rappresentato il 19,7 per cento del complessivo finanziamento esterno (tav. a 106).

Tra il 1959 e il 1970 la variazione delle passività finanziarie dell'Economia (esclusi i crediti al settore costruzioni) è stata in media pari al 60,2 per cento degli investimenti lordi dello stesso settore (escluse le abitazioni), mentre il suddetto rapporto è stato del 36,5 per cento nel periodo 1951-1958 (tav. 126). Pur trattandosi di indicazioni molto

**RAPPORTI TRA LE PASSIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA,
IL REDDITO E GLI INVESTIMENTI**

Anni	Variazioni delle passività finanziarie			Crediti al settore costruzioni
	prodotto lordo privato	investimenti lordi privati		investimenti lordi in abitazioni (3)
		(1)	(2)	
1951	7,1	31,5	33,8	28,2
1959	9,0	35,6	42,2	24,6
1970	13,3	50,3	59,4	32,2
1951-1958 Media . . .	8,0	32,8	36,5	26,3
1959-1970 » . . .	13,1	51,2	60,2	34,2

(1) Compresa abitazioni. — (2) Escluse abitazioni. — (3) Escluse le abitazioni finanziate dal settore pubblico.

approssimative, questi rapporti suggeriscono che la quota del finanziamento esterno degli investimenti delle imprese presenta un andamento di lungo periodo crescente.

Il rapporto tra i crediti concessi dagli intermediari finanziari al settore delle costruzioni e gli investimenti in abitazioni ha invece oscillato, in media, intorno al 30 per cento e anche nel 1970 è risultato prossimo a questo valore.

Passando ad esaminare i diversi settori industriali, si ritrova che l'industria metallurgica registra l'espansione più accentuata dei complessivi finanziamenti esterni. Tale andamento va collegato al sostenuto tasso di sviluppo degli investimenti, in presenza di un discreto aumento della produzione a prezzi correnti (tav. 125).

L'industria meccanica, di fronte a un notevole sviluppo del prodotto lordo, ha presentato un sensibile incremento delle passività finanziarie totali, dovuto in particolare all'aumento dei crediti concessi dal sistema bancario e delle emissioni di valori mobiliari, in parte compensato dal minor apporto del settore pubblico.

Per la chimica, gli oli minerali e la gomma il maggior ricorso al sistema bancario è anche connesso all'elevato tasso di sviluppo degli investimenti, in presenza di un minor flusso di fondi a medio e lungo termine.

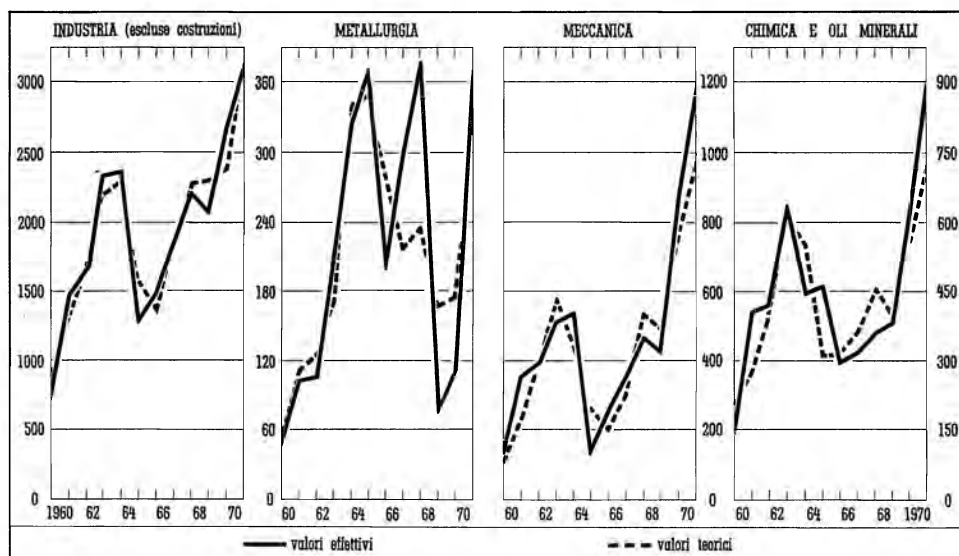
Il settore dell'energia elettrica, gas e acqua è ricorso sensibilmente al credito bancario, di fronte a un andamento della produzione e degli investimenti abbastanza soddisfacente, anche in relazione al mancato aumento dei finanziamenti a lungo termine. Al riguardo va precisato che la forte diminuzione della provvista mediante i valori mobiliari collocati in Italia è da attribuirsi alle emissioni di prestiti all'estero effettuate dall'ENEL.

Debole è apparso infine l'andamento del settore del legno e soprattutto di quello tessile, che presenta una sensibile decelerazione dei crediti bancari, in relazione allo scarso sviluppo del prodotto lordo (a prezzi correnti).

I finanziamenti complessivi ricevuti dall'edilizia sono aumentati nel 1970 in misura inferiore a quella del precedente periodo (rispettivamente 12,6 e 17,0 per cento). Essi sono stati soddisfatti per circa il 70 per cento dagli istituti speciali (60 per cento nel 1969).

Indagini statistiche suggeriscono che la domanda di finanziamento esterno da parte delle imprese varia in funzione del fabbisogno connesso al capitale di esercizio, degli investimenti e del livello del differenziale tra il costo del credito e il rendimento delle attività finanziarie, tenendo conto di un indice della distribuzione del reddito.

FIG. 58



Finanziamenti all'Economia per rami di attività economica
(variazioni annue in miliardi di lire)

Nella figura 58 sono state messe a raffronto le variazioni effettive del ricorso alle fonti esterne di finanziamento e quelle teoriche, ottenute stimando funzioni di domanda per quelle classi del comparto industriale, relativamente alle quali le rilevazioni del credito e delle variabili esplicative sono sufficientemente omogenee.

Saldi finanziari delle Famiglie e delle Imprese. — L'andamento trimestrale del disavanzo finanziario delle Imprese, sulla base dei dati destagionalizzati e parzialmente stimati, mostra un massimo nel primo trimestre del 1970 e una progressiva diminuzione nel corso dell'anno (tav. 127). Questo andamento, riflettendo quello dell'eccedenza degli investimenti sul risparmio del settore, rispecchia l'evoluzione congiunturale avutasi nel corso del 1970, ed in particolare il sostenuto tasso di sviluppo degli investimenti realizzatosi in alcuni rami di attività economica nel primo trimestre e la caduta dello stesso nei successivi. Lo stesso andamento è stato influenzato anche dalla redistribuzione del reddito a favore di quello da lavoro dipendente verificatasi a partire dal primo trimestre, e dalla successiva lievitazione dei prezzi che ha consentito ad alcuni settori industriali di recuperare parzialmente il maggiore costo del lavoro. L'evoluzione dei redditi da lavoro dipendente concorre a spiegare anche l'andamento trimestrale dell'avanzo finanziario

delle Famiglie che, sulla base dei dati destagionalizzati, è risultato molto elevato nel primo trimestre. Nel secondo trimestre e particolarmente nel terzo, l'avanzo finanziario delle Famiglie ha subito una flessione che suggerisce, ipotizzando un risparmio del settore non inferiore a quello dei corrispondenti periodi dell'anno precedente, una più ampia canaliz-

Tav. 127

SALDI FINANZIARI DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

(variazioni in miliardi di lire - dati parzialmente stimati)

	Famiglie					Imprese				
	trimestri				anno	trimestri				anno
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
1969										
ATTIVITA'	1.361	1.302	1.320	2.575	6.558	146	627	422	1.053	2.248
Conti corr. bancari	200	163	239	681	1.283	100	319	214	557	1.190
Altre attività (1) .	1.161	1.139	1.081	1.894	5.275	46	308	208	496	1.058
PASSIVITA'	64	94	154	108	420	661	1.359	1.116	2.160	5.296
SALDI . . .	1.297	1.208	1.166	2.467	6.138	- 515	- 732	- 694	- 1.107	- 3.048
<i>(Saldi destagionalizzati)</i>	1.790	1.370	1.460	1.518	6.138	- 870	- 760	- 790	- 628	- 3.048
1970										
ATTIVITA'	1.461	1.178	785	3.211	6.635	- 80	648	440	1.861	2.869
Conti corr. bancari	795	846	808	1.551	4.000	- 193	420	440	1.434	2.101
Altre attività (1) .	666	332	- 23	1.660	2.635	113	228	—	427	768
PASSIVITA'	70	187	138	207	602	477	1.422	971	2.655	5.525
SALDI . . .	1.391	991	647	3.004	6.033	- 557	- 774	- 531	- 794	- 2.656
<i>(Saldi destagionalizzati)</i>	1.840	1.110	990	2.093	6.033	- 950	- 780	- 670	- 256	- 2.656

(1) Inclusi i crediti commerciali sull'estero.

(1) Inclusi i crediti commerciali sull'estero.

zazione delle disponibilità delle Famiglie stesse verso gli investimenti in beni reali ed in particolare verso le abitazioni. Questo fenomeno contribuirebbe anche a spiegare la graduale riduzione del disavanzo finanziario delle Imprese, che includono anche quelle che operano nel ramo dell'edilizia.

Nell'ultimo trimestre del 1970, infine, si è verificato un cospicuo aumento dell'avanzo finanziario delle Famiglie che, se in parte è dovuto ai più elevati interessi capitalizzati sulle varie forme di deposito, verosimilmente riflette un aumento della propensione al risparmio del settore.

L'avanzo finanziario a breve termine delle Famiglie, che può considerarsi un indicatore delle disponibilità potenziali di spesa del settore,

risulta accresciuto nel complesso del 1970 di 4.250 miliardi (3.090 nell'anno precedente). Il saldo a breve termine delle Imprese (esclusi i crediti commerciali sull'estero) è invece peggiorato di 190 miliardi, e ciò fa seguito al deterioramento verificatosi nel 1969 per circa 840 miliardi (tavv. a 105 e a 106).

La struttura delle attività e passività finanziarie dell'Economia e l'intermediazione creditizia. — Alla fine del 1970 il 55 per cento della ricchezza finanziaria lorda dell'Economia era costituito dalle attività liquide, il 12 per cento dai titoli a reddito fisso, il 10 per cento dalle attività sull'estero, il 15 per cento dalle azioni valutate ai prezzi di mercato e il residuo da altre attività. Benché i dati di consistenza non rappresentino valori di equilibrio, essi rispecchiano, in prima approssimazione, le preferenze dell'Economia (tav. a 110).

La descritta struttura per categorie di attività ha condizionato la distribuzione delle risorse finanziarie dell'Economia agli intermediari finanziari e ai settori utilizzatori finali.

Tra il 1959 e il 1970 il risparmio finanziario dell'Economia incanalato verso le aziende di credito è stato pari in media al 48 per cento del totale e nell'ultimo anno la stessa quota è salita al 59,6 per cento (tavv. 119 e a 106). Gli istituti speciali hanno invece raccolto, nel 1970, una percentuale del risparmio finanziario dell'Economia non discosta da quella media degli ultimi undici anni (8,9 e 9,1 per cento rispettivamente). La quota raccolta dal Tesoro, nella sua funzione di intermedio finanziario, è meno stabile e nel 1970 si è verificato un rimborso netto di titoli di stato alla stessa Economia, a causa delle condizioni del mercato dei valori mobiliari. Nel 1970 la raccolta delle Casse di risparmio postali ha rappresentato il 2,7 per cento del risparmio finanziario dell'Economia, a fronte del 6 per cento nella media del periodo 1959-1970. La decelerazione della esportazione di capitali ha frenato la tendenza ad ampliare la quota di attività sull'estero, che nel 1970 è stata peraltro pari al 13,6 per cento e quindi pressoché analoga alla media del periodo 1959-1970. Su modesti livelli è rimasto il finanziamento diretto alle Imprese, ragguagliatosi al 4,5 per cento delle attività finanziarie dell'Economia (5,4 per cento nella media del periodo 1959-1970), in quanto l'aumento delle sottoscrizioni di azioni non ha compensato la flessione verificatasi nel comparto delle obbligazioni.

Si è peraltro invertita la tendenza alla riduzione della quota di finanziamento dell'Economia assicurata mediante emissione diretta di strumenti di credito; infatti i finanziamenti che il suddetto settore ha ricevuto nel 1970 dalla stessa Economia e dall'Estero, che ha sostituito la minore raccolta mediante emissioni obbligazionarie sul mercato interno, hanno rappresentato il 21,3 per cento del finanziamento esterno, mentre tale percentuale è stata del 18,2 per cento per gli anni dal 1959 al 1970.

Dalla struttura delle passività finanziarie dell'Economia appare inoltre che, nel periodo 1959-1970, il metodo prevalente cui hanno fatto ricorso le imprese per il finanziamento con esplicita scadenza a medio e lungo termine è stato l'indebitamento con gli istituti speciali, sovente ottenuto a condizioni agevolate, che ha rappresentato il 41 per cento dell'indebitamento a medio e lungo termine e il 25,5 per cento del complessivo finanziamento esterno dell'Economia. Nel 1970 queste percentuali sono state pressoché analoghe (tavv. 119 e a 106).

Le aziende di credito hanno mediamente coperto, tra il 1959 e il 1970, circa la metà del finanziamento esterno dell'Economia, con punte più elevate nelle fasi di ripresa del tasso di sviluppo dell'attività economica; sulla riduzione dell'importanza relativa dei finanziamenti concessi dalle aziende di credito (47 per cento del totale) verificatasi nel 1970, hanno anche influito sia la politica di contenimento del credito, sia il maggior ricorso all'indebitamento sui mercati esteri (tav. a 108).

La restante quota delle passività dell'Economia è stata coperta dai finanziamenti del settore pubblico (6,6 per cento nel 1970), mentre del tutto trascurabile è stato l'apporto degli istituti di assicurazione.

Poiché non si è verificata una piena coincidenza, a causa dei tassi di rendimento e delle aspettative in essere, tra gli strumenti di credito offerti e le attività finanziarie domandate dall'Economia, sui mercati finanziari sono state compiute tutte quelle operazioni di intermediazione e di trasformazione che hanno consentito la creazione di titoli di credito compatibili con la composizione desiderata della ricchezza finanziaria dell'Economia.

In particolare, nel 1970, la divergenza tra le forme di impiego verso cui si è indirizzato il risparmio finanziario dell'Economia e lo schema di domanda di fondi dei settori con disavanzi si è risolta, per un ammontare di circa 2.700 miliardi (inclusi i 570 miliardi passati per la Cassa DD. PP.), nella trasformazione di disponibilità a breve termine in strumenti di credito atti al finanziamento degli investimenti (tavole 119 e a 106).

FLUSSI DI FONDI TRA INTERMEDIARI FINANZIARI E ECONOMIA

(variazioni nel periodo)

Intermediari finanziari (1)	1969				1970			
	Fondi ricevuti	Fondi concessi			Fondi ricevuti	Fondi concessi		
		direttamente all'Economia	ad altri intermediari	Totale		direttamente all'Economia	ad altri intermediari	Totale
			(2)	(3)			(2)	(3)
<i>(miliardi di lire)</i>								
Aziende di credito	3.582	3.162	802	3.964	5.662	2.882	380	3.262
Istituti speciali di credito .	702	1.443	-1.008	435	843	1.503	- 559	944
Cassa DD.PP.	387	51	- 11	40	253	78	- 4	74
Tesoro	199	162	197	359	- 71	149	155	304
Ist. di assic. e previdenza .	535	68	20	88	553	41	28	69
Totale . . .	5.405	4.886	—	4.886	7.240	4.653	—	4.653
<i>(composizioni percentuali)</i>								
Aziende di credito	66,3	64,7	—	81,2	78,2	61,9	—	70,1
Istituti speciali di credito .	13,0	29,6	—	8,9	11,7	32,3	—	20,3
Cassa DD.PP.	7,1	1,0	—	0,8	3,5	1,7	—	1,6
Tesoro	3,7	3,3	—	7,3	- 1,0	3,2	—	6,5
Ist. di assic. e previdenza .	9,9	1,4	—	1,8	7,6	0,9	—	1,5
Totale . . .	100,0	100,0	—	100,0	100,0	100,0	—	100,0

(1) Esclusa BI-UIC. — (2) I fondi concessi all'Economia tramite altri intermediari finanziari comprendono i seguenti flussi: crediti (netti) delle aziende di credito agli istituti speciali; titoli degli istituti speciali sottoscritti dalla Cassa DD.PP. e dagli istituti di assicurazione e di previdenza; fondi erogati dal Tesoro agli istituti speciali e alle aziende di credito. — (3) La differenza tra i fondi ricevuti e il totale dei fondi concessi è uguale alla somma dei saldi delle altre operazioni tra gli intermediari finanziari e gli operatori esterni all'Economia.

Lo schema di distribuzione del risparmio finanziario dell'Economia ha inciso anche sulla raccolta dei diversi intermediari finanziari: nel 1970 gli istituti speciali hanno ricevuto dall'Economia fondi per 840 miliardi, mentre hanno concesso allo stesso settore crediti per 1.500 miliardi; inoltre hanno finanziato il settore pubblico per 320 miliardi. Nello stesso anno l'Economia ha invece convogliato 5.660 miliardi verso le aziende di credito, ricevendo crediti per 2.880 miliardi; questa ampia divergenza tra raccolta e impieghi, connessa anche al comportamento del Tesoro, ha permesso alle aziende di credito non solo di migliorare la situazione di liquidità e di ridurre l'indebitamento con la Banca d'Italia, ma anche di sottoscrivere 710 miliardi di titoli emessi dagli istituti speciali. Nell'ultima parte dell'anno la formazione di cospicue disponibilità liquide ha consentito agli istituti speciali di aumentare i depositi presso le aziende di credito, sicché nel complesso del 1970 l'apporto netto di queste ultime agli altri intermediari finanziari si è ridotto a 380 miliardi (tav. 128).

Il finanziamento degli investimenti. — Nel 1970 la spesa per investimenti del settore pubblico si è accresciuta del 19 per cento, come risultato del sensibile incremento della spesa dell'Amministrazione centrale e delle aziende autonome (aumentata rispettivamente del 20,9 e del 35,3 per cento), e della stasi della spesa per investimenti degli enti territoriali. La partecipazione del settore pubblico alla complessiva formazione del capitale nazionale si è mantenuta pressoché inalterata rispetto al 1969 (13,6 per cento). Il fabbisogno del settore pubblico si è accresciuto anche per l'aumento dei trasferimenti in conto capitale (11,6 per cento), mentre l'acquisizione di attività finanziarie nella forma di depositi e di apporti di fondi di dotazione, inclusi quelli degli enti territoriali alle aziende municipalizzate, è scesa a 650 miliardi (tav. 129). Poiché pressoché nullo è stato il risparmio interno del settore pubblico, quest'ultimo ha dovuto attingere al risparmio degli altri settori per un importo lordo di 3.970 miliardi (2.770 miliardi nel 1969) e, al netto delle attività finanziarie, di 3.320 miliardi. In particolare, si è dilatato in misura eccezionale il ricorso netto alla Banca d'Italia, che ha raggiunto i 2.720 miliardi, accentrandosi nel primo e nel quarto trimestre dell'anno; ciò ha fatto seguito al già cospicuo indebitamento dell'anno precedente (1.100 miliardi). Inoltre, gli istituti di previdenza e gli enti territoriali, nonostante il mancato incremento della spesa per investimenti, hanno più che raddoppiato il ricorso netto alle aziende di credito (480 miliardi).

Per la metodologia della tavola 129 si rimanda alle precedenti Relazioni. La capacità di finanziamento delle Famiglie è stata posta pari all'investimento netto finanziario del settore, così come risulta dalla stessa tavola, e perciò dal suo computo sono esclusi i mutui destinati all'acquisto di abitazioni.

Il cospicuo sfasamento tra il fabbisogno di finanziamento e l'investimento netto finanziario (negativo) del settore pubblico è imputabile alla rielaborazione dei dati del bilancio statale effettuata ai fini della contabilità nazionale per l'anno 1969; in proposito si rimanda a quanto esposto nel capitolo sulla Finanza pubblica. Si osserva infatti che gli aggiustamenti per il settore pubblico e, di riflesso, del settore « altre imprese e abitazioni », hanno segni opposti per gli anni 1969 e 1970.

Nel 1970 le imprese pubbliche hanno realizzato una vigorosa espansione degli investimenti in impianti fissi, che si sono accresciuti al tasso del 35,5 per cento, particolarmente per i maggiori investimenti nel Mezzogiorno. Esse hanno anche aumentato le scorte (circa 280 miliardi), sicché i loro investimenti complessivi si sono incrementati del 52,1 per cento, ampliando la partecipazione alla complessiva formazione del capitale al 16,4 per cento (12,8 per cento nel 1969). Al contrario, il risparmio lordo interno ha subito una flessione sicché, anche

FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	Settore pubblico (consolidato)	Partecipazioni statali e ENEL	Altre imprese e abitazioni	Famiglie	Istituzioni creditizie (consolidate)	Totale	Estero (2)
				1 9 6 9			
Investimenti: in impianti fissi	1.509	1.393	7.599	—	194	10.695	—
(escluse abitazioni)			4.239				
in scorte . . . . .	....	34	406	—	—	440	—
Trasferimenti in conto capitale	767	— 39	— 689	—	—	39	— 39
Risparmio lordo (3)	88	680	4.938	6.454	497	12.657	-1.522
Capacità (+) o fabbisogno (-) di finanziamento	-2.188	- 708	-2.378	6.454	303	1.483	-1.483
Attività finanziarie (4)	918	223	1.902	6.558	7.890	17.491	2.097
Attività liquide	303	119	1.479	3.077	243	5.221	97
Titoli a reddito fisso	— 22	7	— 6	1.100	1.438	2.517	1
Altri crediti (netti)	319	84	164	2.031	6.168	8.766	1.755
Azioni e partecipazioni	318	13	265	350	41	987	244
Finanziamento esterno (5)	2.767	931	4.559	104	7.674	16.035	3.559
Indebitamento: a breve termine (6)	1.771	136	2.300	104	6.550	10.861	1.621
a lungo termine	996	604	1.613	—	1.068	4.281	1.604
da: sistema bancario	323	295	365	—	—	983	— 327
altre istituzioni creditizie	170	145	1.289	—	—	1.604	285
settore pubblico	—	— 18	167	—	149	298	—
economia e estero	503	182	— 208	—	919	1.396	1.646
Azioni e partecipazioni	—	191	646	—	56	893	334
Investimento netto finanziario	-1.849	- 708	-2.657	6.454	216	1.456	-1.462
Aggiustamenti	— 339	—	279	—	87	27	— 21
				1 9 7 0 (1)			
Investimenti: in impianti fissi	1.795	1.888	8.424	—	220	12.327	—
(escluse abitazioni)			4.805				
in scorte . . . . .	....	283	622	—	—	905	—
Trasferimenti in conto capitale	856	— 18	— 816	—	—	22	— 22
Risparmio lordo (3)	— 22	640	6.088	6.506	550	13.762	— 530
Capacità (+) o fabbisogno (-) di finanziamento	-2.673	-1.513	-2.142	6.506	330	508	— 508
Attività finanziarie (4)	648	— 34	2.790	6.635	10.100	20.139	3.156
Attività liquide	— 161	— 80	2.178	4.207	613	6.757	— 91
Titoli a reddito fisso	— 10	— 4	22	783	1.361	2.152	—
Altri crediti (netti)	529	35	230	1.275	8.053	10.122	2.869
Azioni e partecipazioni	290	15	360	370	73	1.108	378
Finanziamento esterno (5)	3.970	1.479	4.406	129	9.926	19.910	3.665
Indebitamento: a breve termine (6)	3.068	661	1.620	129	8.293	13.771	2.521
a lungo termine	902	655	1.861	—	1.479	4.897	902
da: sistema bancario	307	52	420	—	—	779	— 60
altre istituzioni creditizie	201	213	1.322	—	—	1.736	155
settore pubblico	—	— 15	152	—	99	236	—
economia e estero	394	405	— 33	—	1.380	2.146	807
Azioni e partecipazioni	—	163	925	—	154	1.242	242
Investimento netto finanziario	-3.322	-1.513	-1.616	6.506	174	229	— 509
Aggiustamenti	649	—	— 526	—	156	279	1

(1) I dati per il 1970 sono provvisori. — (2) Il fabbisogno di finanziamento del settore Estero non coincide esattamente con il saldo della bilancia dei pagamenti economica, espresso dall'investimento netto finanziario, per quanto detto nella nota (1) alla tavola 48. — (3) Il risparmio lordo delle Famiglie è stato posto pari all'investimento netto finanziario. — (4) Le attività finanziarie delle partecipazioni statali, ENEL e delle altre imprese corrispondono alle complessive attività del settore Imprese dei conti finanziari, a meno degli indennizzi corrisposti dall'ENEL, ai sensi della legge 6 dicembre 1962 n. 1643. — (5) Il finanziamento esterno delle « altre imprese » corrisponde alle complessive passività del settore Imprese, dalle quali è stato detratto l'indebitamento delle imprese pubbliche e a cui è stato sommato un ammontare stimato dei mutui ottenuti per investimenti in abitazioni delle Famiglie. — (6) Include le sottoscrizioni da parte della BI-UIC dei titoli a lungo termine emessi dal settore pubblico.

per l'alto tasso di sviluppo degli investimenti, il coefficiente di autofinanziamento degli impianti fissi ha subito una brusca caduta al 33,9 per cento dal 48,8 dell'anno precedente.

Il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese pubbliche si è più che raddoppiato, arrivando a 1.510 miliardi, ed è stato coperto sia riducendo le attività finanziarie possedute, sia aumentando le passività per 1.480 miliardi.

Per il loro finanziamento queste imprese hanno ottenuto, nel 1970, 150 miliardi nella forma di fondi di dotazione e partecipazioni del Tesoro e 15 miliardi mediante emissioni azionarie sul mercato; il capitale di rischio ha rappresentato solo l'11 per cento dei finanziamenti, inferiore alla media del quinquennio 1966-1970, e ciò ha inciso sulla struttura finanziaria delle imprese pubbliche che già aveva risentito della minore formazione di risparmio interno. Solo lievemente superiore all'anno precedente è risultato il complesso dei finanziamenti a medio e lungo termine: le emissioni nette obbligazionarie sul mercato interno sono scese a 90 miliardi (550 miliardi nel 1969) e sono state surrogate dall'espansione dell'indebitamento all'estero (circa 450 miliardi) e dai maggiori crediti ricevuti dagli istituti speciali, che hanno raggiunto i 210 miliardi. La dilatazione del fabbisogno di fondi ha trovato così copertura nel ricorso all'indebitamento a breve termine con le aziende di credito, che è stato di circa 660 miliardi (135 miliardi nel 1969), pari al 27,7 per cento dei complessivi crediti bancari a breve all'Economia. A ciò si deve aggiungere che quasi i due terzi delle obbligazioni emesse dalle imprese pubbliche hanno trovato collocamento nei portafogli delle aziende di credito.

Nel 1970 il tasso di aumento degli investimenti in impianti fissi delle « altre imprese e abitazioni » è stato, a prezzi correnti, del 10,9 per cento, che sale al 13,4 ove si escludano le abitazioni.

Allo stesso settore sono attribuiti anche gli investimenti in abitazioni effettuati dalle Famiglie, a causa della mancanza di attendibili indicazioni statistiche al riguardo. Dalle complessive passività delle Famiglie è stato detratto un importo, stimato, dei mutui ottenuti per investimenti in abitazioni, che è stato portato in aggiunta al finanziamento esterno delle « altre imprese » indicato nella tavola 120.

Ove si considerino gli impianti fissi e le scorte, il tasso di incremento, a prezzi correnti, sale al 16,8 per cento, ma non è tale da mutare l'andamento degli investimenti del settore, sicché la sua partecipazione alla complessiva formazione di capitale si è ridotta al 68,4 per cento (71,9 per cento nel 1969).

Particolarmente complessa appare, come già detto all'inizio del presente capitolo, l'interpretazione dei dati riguardanti le Imprese. Si è già accennato al comportamento di quelle pubbliche, che è stato fortemente espansivo e che si è associato ad un risparmio interno flettente e a un indebitamento netto più che doppio rispetto al 1969. All'interno del settore « altre imprese e abitazioni » è necessario distinguere tra imprese industriali (private) e altri rami di attività economica. Infatti, mentre gli investimenti delle prime sono aumentati del 14,8 per cento, l'aumento degli investimenti nei servizi, in agricoltura e nelle abitazioni ha fatto segnare, a prezzi correnti, tassi di incremento inferiori e, negli ultimi due rami di attività, decrementi delle quantità.

Per quanto riguarda il risparmio lordo delle « altre imprese e abitazioni » mancano sicuri dati statistici che forniscano elementi circa l'andamento dei diversi settori che compongono questa voce. Dalla indagine sui bilanci delle principali imprese industriali private, della quale si riferisce in seguito, risulta che esse avrebbero conseguito nel 1970 un tasso di incremento del risparmio lordo inferiore a quello degli investimenti, facendo segnare una flessione del tasso di autofinanziamento (tav. 132).

Un sensibile incremento è da ritenere invece abbia avuto la parte di risparmio che le famiglie investono direttamente in abitazioni, come sembra confermato dal divario fra il risparmio complessivo delle famiglie, quale può essere valutato sulla base dei dati di contabilità nazionale, e il loro investimento netto finanziario e dalla situazione del mercato immobiliare che, in presenza di un forte incremento delle abitazioni ultimate, non ha manifestato il formarsi di un rilevante volume dell'invenduto.

Il complesso dei finanziamenti esterni ottenuti dalle « altre imprese e abitazioni » ha subito una flessione commisurandosi a 4.405 miliardi e, poiché le attività finanziarie del settore si sono accresciute in misura maggiore rispetto al 1969, il ricorso netto al mercato si è ridotto a 1.615 miliardi (2.660 nel 1969). Come già detto nel presente capitolo, anche le indicazioni settoriali dal lato dei finanziamenti suggeriscono un diverso andamento per le imprese industriali, il cui indebitamento netto è infatti aumentato nel 1970.

La struttura finanziaria delle imprese incluse nel settore in esame ha tratto beneficio dall'aumento delle emissioni azionarie, che sono state pari al 22,9 per cento dei finanziamenti complessivi (16,2 per cento nel quinquennio 1966-1970). Anche nel 1970 la forma prevalente di finan-

ziamento delle « altre imprese » è stata l'indebitamento a breve con il sistema bancario, pari a 1.620 miliardi, benché esso sia stato largamente inferiore rispetto al 1969 (2.300 miliardi). L'indebitamento a breve ha rappresentato il 40,0 per cento dei finanziamenti esterni, contro il 48,6 per cento nel quinquennio 1966-1970. I crediti che le « altre imprese e abitazioni » hanno ottenuto dagli istituti speciali hanno continuato ad essere la forma più importante di copertura del fabbisogno a medio e lungo termine e sono saliti al 26,0 per cento dei fondi esterni (25,3 per cento nel quinquennio 1966-1970). E' anche aumentata l'importanza relativa dei crediti a medio e lungo termine concessi dalle aziende di credito; lo stesso settore, infine, ha ottenuto l'ammontare residuo di fondi dal settore pubblico e mediante ricorso ai mercati esteri (tav. a 111).

Anche nel 1970 le Famiglie sono state l'unico settore, ove si trascuri il modesto risultato delle Istituzioni creditizie, a conseguire un avanzo finanziario; l'ammontare di risorse che le Famiglie hanno reso disponibile agli altri settori è stato dell'ordine di 6.510 miliardi (qualora si escludano dall'indebitamento i mutui destinati all'acquisto di abitazioni), cioè di appena 50 miliardi superiore a quello registrato per il 1969, mentre, come già detto, è aumentata la quota del risparmio dello stesso settore direttamente investita in abitazioni (tav. 129).

Previsioni sulle attività e passività finanziarie dell'Economia. — Nel 1971, partendo dalle ipotesi di lavoro concernenti l'andamento di alcuni fondamentali aggregati reali menzionati nel capitolo sulla base monetaria, l'incremento delle attività finanziarie che può essere assorbito dall'Economia, senza generare tensioni sui prezzi, dovrebbe essere di circa 9600-9800 miliardi, ove si escludano le riserve matematiche. Questo ammontare di risparmio finanziario dovrebbe essere sufficiente a coprire i sottoindicati fabbisogni di finanziamento delle Imprese e del settore pubblico, dato il previsto andamento dei conti con l'estero e di partite varie delle Istituzioni creditizie.

Il volume complessivo dei finanziamenti esterni dell'Economia che rende compatibile il livello stimato degli investimenti con la capacità di risparmio dello stesso settore dovrebbe essere dell'ordine di 6.800-7.000 miliardi, inclusi i fondi forniti dal settore pubblico. Quest'ultimo settore, che include oltre al Tesoro, Cassa DD.PP. e aziende autonome anche gli altri enti dell'Amministrazione centrale, gli enti territoriali e gli istituti di previdenza, potrebbe ottenere finanziamenti per circa 3.800-

4.000 miliardi, data la indicata formazione di risparmio finanziario compatibile con l'espansione potenziale del reddito nel 1971.

Sempre sotto le ipotesi già menzionate in altri capitoli della Relazione, si può valutare la distribuzione del risparmio finanziario dell'Economia tra le diverse categorie di attività. L'espansione delle attività liquide e degli altri depositi potrebbe raggiungere i 6.800 miliardi, risultante da un aumento della base monetaria trattenuta dal pubblico di 1.200 miliardi, e, per il rimanente, dallo sviluppo dei depositi presso le aziende di credito e gli istituti speciali. Rispetto al 1970 i mutamenti di maggiore rilievo riguarderebbero la flessione dell'importanza relativa delle attività liquide e, di riflesso, l'ampliamento della quota destinata ai titoli a reddito fisso.

Il finanziamento degli investimenti nell'industria manifatturiera secondo i bilanci delle imprese societarie. — I risultati della consueta indagine sui bilanci delle società manifatturiere, relativi all'esercizio 1970, sembrano confermare sostanzialmente quelli di contabilità nazionale, in particolare per quanto riguarda lo sviluppo degli investimenti, che nella media dell'anno è stato sostenuto, e l'andamento dei profitti industriali, che è stato condizionato dal persistente squilibrio tra costi e ricavi (tavv. 130 e 135).

L'analisi in parola è relativa ad un gruppo di 137 imprese, praticamente identico, come ampiezza, a quello dello scorso anno. Mutata è invece la composizione del campione, per la forzata esclusione di una delle più importanti società private e per l'inclusione di una grande impresa a partecipazione statale.

Convieni qui ricordare che il gruppo di società esaminate non costituisce un campione in senso statistico; infatti, la sua composizione è tale da assicurare un peso determinante alle grandi imprese pubbliche e private. Ne deriva che, in anni come il 1970, in cui la dinamica delle grandi e piccole imprese è stata molto differente, i risultati dell'indagine non possono estendersi all'intero sistema anche se costituiscono elementi indicativi delle modifiche in esso intervenute.

Nel gruppo di imprese rilevate, la formazione lorda di capitali fissi si è commisurata, nel 1970, a 913 miliardi, con un incremento del 52,7 per cento nei confronti dell'anno precedente (20,5 nel 1969) mentre per il complesso dell'industria il tasso di sviluppo degli investimenti è stato pari al 24,2 (16,8 per cento nel 1969).

Questo andamento complessivo, tuttavia, è la risultante di comportamenti fortemente differenziati delle società a partecipazione statale e di quelle private. Infatti, mentre le prime mostrano un tasso di incremento dell'85 per cento, le società private, che nel campione

hanno un patrimonio netto di almeno 1 miliardo, presentano un tasso di crescita degli investimenti del 34,6 (tav. 132).

Nel 1970, la formazione delle scorte ha accentuato la tendenza all'aumento messa in mostra nell'esercizio precedente (389 miliardi a fronte di 58 nel 1969); le spiegazioni di tale fenomeno, tuttavia, differiscono dall'un esercizio all'altro e così le modalità. Nel 1969, la variazione delle scorte fu dovuta in larga parte all'accumulazione di prodotti semifiniti presso il settore meccanico e delle costruzioni dei mezzi di trasporto, in relazione alle note vicende che caratterizzarono l'autunno; nell'esercizio trascorso, invece, l'incremento ha riguardato tutti i settori e tutte le componenti del magazzino, interessando, peraltro, in misura maggiore i prodotti finiti. Prescindendo dagli aumenti del costo delle materie prime, delle fonti di energia e del lavoro, che pure hanno influito sensibilmente sulla valutazione delle rimanenze, la parte di gran lunga più cospicua della variazione delle scorte è di natura reale e trova ragione nella ricostituzione degli stocks esauriti o fortemente depauperati durante il 1969, nel rallentamento della domanda nel corso del 1970 e nel prudentiale accantonamento di prodotti, dettato dall'esigenza di far fronte alle forniture anche in presenza di turbamenti dell'attività produttiva.

In contrapposizione alla forte accelerazione dell'accumulazione di capitali fissi e scorte, l'autofinanziamento lordo ha presentato un aumento percentuale solo di poco superiore a quello dell'anno precedente (8,8 per cento contro 8,5), per cui il relativo tasso si è quasi dimezzato, passando da 78,3 per cento a 42,9. Distinguendo tra società a partecipazione statale e società private, la diminuzione del tasso predetto appare più grave per le prime, sia in connessione al maggior sviluppo degli investimenti, sia per i non soddisfacenti risultati economici da esse conseguiti nel settore metallurgico, i quali hanno determinato una flessione del flusso di risparmio lordo (— 2,6 per cento).

L'apporto delle fonti esterne di finanziamento a medio e lungo termine, seppure aumentato del 50,3 per cento, non è risultato adeguato alle necessità finanziarie delle imprese, le quali hanno coperto l'ulteriore fabbisogno di 400 miliardi con il ricorso all'indebitamento bancario e con l'ottenimento di un maggior volume netto di crediti dagli altri settori dell'economia.

Un'analisi più dettagliata delle risorse reperite ed impiegate attenua l'impressione di forte squilibrio tra la natura delle fonti e quella dei loro usi (tav. 133). Se si escludono dalle immobilizzazioni tecniche

FORMAZIONE DI CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN UN GRUPPO

(miliardi)

Anni	Investimenti in capitali fissi (b)	Varia- zione delle scorte	Formazione di capitale (b)		Autofinanziamento (c)				Fonti esterne di finanziamento a medio e lungo termine			
			lorda	netta	l o r d o		n e t t o		versamenti azionisti	obbliga- zioni	altri debiti	Totale
					miliardi	per cento	miliardi	per cento				
(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6) = (5): (3)	(7)	(8) = (7): (4)	(9)	(10)	(11)	(12) = (9)+(10)+(11)	
1963	760,3	106,1	866,4	604,2	309,6	35,7	47,4	7,8	36,9	- 2,6	233,3	267,6
1964	709,0	64,6	773,6	491,1	322,0	41,6	39,5	8,0	22,9	22,4	295,4	340,7
1965	475,2	78,4	553,6	263,6	364,2	65,8	74,2	28,1	14,5	- 7,1	127,1	134,5
1966	403,6	110,1	513,7	180,4	389,2	75,8	55,9	31,0	92,7	- 11,1	66,1	147,7
1967	484,5	139,5	624,0	266,3	428,6	68,7	70,9	26,6	13,5	- 0,2	104,2	117,5
1968	496,7	- 0,5	496,2	107,7	473,6	95,4	85,1	79,0	14,6	7,0	126,5	148,1
1969	598,3	57,5	655,8	214,7	513,7	78,3	72,6	33,8	54,1	- 15,0	191,3	230,4
1970	913,4	389,2	1.302,6	827,4	559,1	42,9	83,9	10,1	77,9	- 16,8	285,2	346,3

(a) L'indagine si riferisce ad un gruppo di società di composizione diversa rispetto allo scorso anno. — (b) I disinvestimenti sono stimati, per le società delle somme realizzate in conseguenza di cessioni di cespiti. — (d) Sono compresi i crediti di finanziamento alle collegate. — (*) Rappresenta la conversione di im

FORMAZIONE DI CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN UN GRUPPO

(miliardi)

Anni	Investimenti in capitali fissi (b)	Variazione delle scorte	Formazione di capitale (b)		Autofinanziamento (c)				Fonti esterne di finanziamento a medio e lungo termine			
			lorda	netta	l o r d o		n e t t o		versamenti azionisti	obbliga- zioni	altri debiti	Totale
					miliardi	per cento	miliardi	per cento				
(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(4)	(5)	(6) = (5): (3)	(7)	(8) = (7): (4)	(9)	(10)	(11)	(12) = (9)+(10)+(11)	
1963	1.233,4	305,1	1.538,5	1.090,6	548,3	35,6	100,4	9,2	99,4	- 25,0	300,0	374,4
1964	1.110,7	173,7	1.284,4	799,1	549,0	42,7	63,8	8,0	286,2	49,1	507,0	842,3
1965	796,3	57,4	853,7	336,2	610,9	71,6	93,4	27,8	132,8	17,8	203,1	353,7
1966	791,9	182,4	974,3	385,3	694,3	71,3	105,3	27,3	157,4	- 27,2	160,6	290,8
1967	926,0	366,2	1.292,2	693,4	683,6	52,9	84,9	12,2	95,4	- 30,6	260 9	325,7
1968	978,4	29,3	1.007,7	320,7	772,3	76,6	85,3	26,6	42,2	- 9,7	231,2	263,7
1969	1.129,7	128,5	1.258,2	516,0	806,6	64,1	64,4	12,5	178,5	- 37,2	315,8	457,1

(a) L'indagine comprende 2 società in più rispetto a quella dello scorso anno, per altro, alcune società considerate in detta indagine sono state escluse dalla presente. ziamento tiene conto delle variazioni dei fondi di quiescenza e delle somme realizzate in conseguenza di cessioni di cespiti. — (d) Sono compresi i crediti di finanziamento disinvestimento degli impianti.

DI 137 SOCIETÀ ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA (a)

di lire)

Finanzia- mento com- plessivo a medio e lungo termine	Saldo tra finanzia- mento com- plessivo e investimenti lordi	Fonti di finanziamento a breve termine			V a r i a z i o n i			Rimborsi agli azionisti	Saldo tra finanziamenti a breve e altri impieghi	A n n i
		Variaz. saldo debitorio		Totale	dei crediti ENEL	dei titoli e partici- pazioni (d)	della cassa			
		con le banche	delle altre partite correnti							
(13) = (5) + (12)	(14) = (13) - (3)	(15)	(16)	(17) = (15) + (16)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22) = (17)-(18)-(19)-(21)	
577,2	- 289,2	243,0	124,2	367,1	* (7,4)	76,6	1,2	0,1	289,2	 1963
662,7	- 110,9	101,5	25,8	127,3	* (84,9)	15,8	- 0,4	0,9	110,9	 1964
498,7	- 54,9	164,4	- 46,3	118,1	- 6,4	69,8	- 0,2	—	54,9	 1965
536,9	23,2	55,3	- 28,9	26,3	- 7,4	46,0	2,8	8,1	- 23,2	 1966
546,1	- 77,9	54,7	81,9	136,8	- 9,6	65,5	3,0	—	77,9	 1967
621,7	125,5	- 25,4	- 22,6	- 48,1	- 9,4	89,3	- 2,5	—	- 125,5	 1968
744,1	88,3	- 65,8	82,4	16,5	- 9,8	108,9	0,4	5,3	- 88,3	 1969
905,4	- 400,2	310,7	231,1	541,8	- 10,2	144,3	5,1	2,4	400,2	 1970

che non ne forniscono l'importo, sulla base degli storni dai fondi di ammortamento. — (c) L'autofinanziamento tiene conto delle variazioni dei fondi di quiescenza e impianti con titoli di credito; non può comparire come investimento finanziario poiché non appare il corrispettivo disinvestimento degli impianti.

DI 444 SOCIETÀ ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA (a)

di lire)

Finanzia- mento com- plessivo a medio e lungo termine	Saldo tra finanzia- mento com- plessivo e investimenti lordi	Fonti di finanziamento a breve termine			V a r i a z i o n i			Rimborsi agli azionisti	Saldo tra finanziamenti a breve e altri impieghi	A n n i
		Variaz. saldo debitorio		Totale	dei crediti ENEL	dei titoli e partici- pazioni (d)	della cassa			
		con le banche	delle altre partite correnti							
(13) = (5) + (12)	(14) = (13) - (3)	(15)	(16)	(17) = (15) + (16)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22) = (17)-(18)-(19)-(20)-(21)	
922,7	- 615,8	461,3	249,0	710,3	* (523,9)	90,9	2,3	1,3	615,8	 1963
1.391,3	106,9	150,0	- 12,0	138,0	* (64,5)	241,2	0,4	3,3	- 106,9	 1964
964,6	110,9	124,8	-107,2	17,6	- 38,2	159,8	1,4	5,5	- 110,9	 1965
985,1	10,8	161,2	5,7	166,9	- 42,3	122,1	2,3	95,6	- 10,8	 1966
1.009,3	- 282,9	189,2	141,3	330,5	- 48,9	93,1	1,9	1,5	282,9	 1967
1.036,0	28,3	- 22,3	37,5	15,2	- 53,7	94,4	- 3,6	6,4	- 28,3	 1968
1.263,7	5,5	60,5	35,9	96,4	- 63,4	160,7	2,5	2,1	- 5,5	 1969

— (b) I disinvestimenti sono stati stimati, per le società che non ne forniscono l'importo, sulla base degli storni dai fondi di ammortamento. — (c) L'autofinanziamento alle collegate. — (*) Rappresenta la conversione di impianti con titoli di credito; non può comparire come investimento finanziario poiché non appare il

INVESTIMENTI FISSI LORDI E LORO FINANZIAMENTO
IN UN GRUPPO DI 137 SOCIETÀ ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA
Società a prevalente partecipazione statale e società private
(miliardi di lire)

A n n i	Investimenti in capitali fissi	Autofinanziamento lordo		Versamenti azionisti	Debiti a medio-lungo termine	Variazione del saldo debitorio con le banche	Variazione delle scorte
		miliardi	per cento				
Società a prevalente partecipazione statale (n. 8 società)							
1963	417,5	81,8	19,6	3,7	194,3	72,3	28,9
1964	425,9	93,2	21,9	8,4	247,5	133,9	39,8
1965	261,6	111,1	42,5	0,8	99,0	- 34,3	47,7
1966	194,4	105,1	54,1	69,1	44,9	- 57,4	31,6
1967	199,6	122,0	61,1	—	88,7	7,8	41,4
1968	191,3	130,1	68,0	—	119,9	23,1	- 0,3
1969	214,7	169,2	78,8	1,8	79,9	3,2	- 28,4
1970	397,3	164,8	41,5	2,0	99,6	79,4	86,7
Società private (n. 129 società)							
1963	342,8	227,8	66,5	33,2	38,6	122,3	77,2
1964	283,0	228,7	80,8	13,6	70,3	48,7	24,8
1965	213,6	253,0	118,4	13,7	21,1	15,6	30,7
1966	209,2	284,1	135,8	15,5	10,0	- 1,4	78,5
1967	284,9	306,6	107,6	13,5	15,3	39,2	98,0
1968	305,3	343,4	112,5	14,6	13,5	- 6,9	- 0,1
1969	383,5	344,4	89,8	47,0	96,3	- 17,4	85,9
1970	516,1	394,3	76,4	70,5	168,9	150,9	302,4

le scorte, avuto soprattutto riguardo al loro carattere congiunturale nell'ultimo biennio, e se si assimilano all'autofinanziamento la riscossione dei crediti ENEL ed i versamenti degli azionisti, in quanto rappresentano apporti finanziari senza obbligo di rimborso, la copertura degli investimenti fissi lordi con mezzi diversi dall'indebitamento risulta pari al 70,5 per cento, contro il 96,5 dell'anno precedente. L'indebitamento verso gli istituti che esercitano il credito a più lungo termine appare sufficiente a colmare il residuo fabbisogno finanziario.

Lo squilibrio tra immobilizzazioni e risorse a medio e lungo termine compare di nuovo includendo tra le prime gli investimenti finanziari; in tal caso il fabbisogno di fondi a lungo risulta soddisfatto per l'86,3 per cento contro il 106,6 nel 1969.

Nel quadro delle singole fonti di finanziamento, l'aumento della raccolta azionaria, che riguarda essenzialmente il comparto privato, può essere collegato, più che alle immediate prospettive di profitto, alle facilitazioni fiscali relative agli aumenti di capitale. Sull'utilizza-

**FONTI DI FINANZIAMENTO E LORO IMPIEGHI
IN UN GRUPPO DI 137 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA**

Analisi delle fonti e degli impieghi	1969			1970		
	miliardi	composizioni percentuali		miliardi	composizioni percentuali	
FONTI DI FINANZIAMENTO	894,4	100,0		1.703,2	100,0	
A medio e lungo termine	753,9	84,3	100,0	912,6	53,6	100,0
di cui:						
autofinanziamento lordo	513,7	57,4	68,1	559,1	32,8	61,3
rimborso ENEL	9,8	1,1	1,3	10,2	0,6	1,1
versamenti degli azionisti	54,1	6,1	7,2	74,9	4,4	8,2
mutui e debiti obbligazionari	176,3	19,7	23,4	268,4	15,8	29,4
A breve termine	140,5	15,7	100,0	790,6	46,4	100,0
di cui:						
banche	- 56,5	- 6,3	- 40,2	276,1	16,2	34,9
fornitori	111,8	12,5	79,6	321,9	18,9	40,7
altre fonti	85,2	9,5	60,6	192,6	11,3	24,4
IMPIEGHI	894,4	100,0		1.703,2	100,0	
Immobilizzati	707,2	79,1	100,0	1.057,7	62,1	100,0
di cui:						
investimenti in capitali fissi	598,3	66,9	84,6	913,4	53,6	86,4
investimenti finanziari	108,9	12,2	15,4	144,3	8,5	13,6
Liquidi o facilmente liquidabili	187,2	20,9	100,0	645,5	37,9	100,0
di cui:						
investimenti in scorte	57,5	6,4	30,7	389,2	22,8	60,3
banche e cassa	9,7	1,1	5,2	- 29,5	- 1,7	- 4,6
clienti	51,1	5,7	27,3	226,5	13,3	35,1
altri impieghi	68,9	7,7	36,8	59,3	3,5	9,2

zione di queste ultime può aver agito, nella misura in cui la figura dell'imprenditore coincide con quella del possessore di azioni, la sostituzione, congiunturale, dell'obiettivo della massimizzazione dei profitti con quello della massimizzazione dello sviluppo.

Per quanto concerne le fonti a breve termine, notevole appare il volume del credito fornito dalle banche e dai settori legati al gruppo di imprese da rapporti commerciali (598 miliardi); questo, insieme all'utilizzo di precedenti investimenti in attività finanziarie (30 miliardi costituiti essenzialmente da depositi bancari), è servito a coprire con lieve eccedenza la variazione di capitale circolante (scorte e crediti ai clienti per un totale di 616 miliardi).

A causa del particolare andamento dei flussi reali e finanziari relativi alle società in esame, la loro struttura patrimoniale risulta significativamente modificata sia all'attivo sia al passivo (tav. 134). Le

immobilizzazioni reali e finanziarie passano, infatti, dal 72,3 al 70,9 per cento dell'attivo, mentre i mezzi propri diminuiscono dal 57,8 al 54,7 per cento del passivo.

TAV. 134

STRUTTURA DEI BILANCI DI UN GRUPPO DI 137 SOCIETA' ITALIANE
DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

Voci	1968		1969		1970	
	miliardi di lire	per cento	miliardi di lire	per cento	miliardi di lire	per cento
ATTIVO						
Immobili e impianti	6.383,4	61,7	6.939,5	62,0	7.783,2	60,8
Scorte	1.231,6	11,9	1.289,1	11,5	1.678,3	13,1
Titoli e partecipazioni	1.042,0	10,1	1.150,9	10,3	1.295,2	10,1
Clienti e diversi	1.479,9	14,3	1.584,8	14,2	1.858,0	14,5
Cassa e banche	210,2	2,0	219,9	2,0	190,4	1,5
Totale attivo	10.347,1	100,0	11.184,2	100,0	12.805,1	100,0
PASSIVO						
Capitale sociale	1.309,6	12,7	1.351,2	12,1	1.399,5	10,9
Riserve	719,3	6,9	738,7	6,6	757,7	5,9
Fondo ammortamento	3.315,8	32,0	3.719,5	33,2	4.140,0	32,3
Fondi di previdenza	555,4	5,4	637,4	5,7	753,0	5,9
Debiti medio-lungo termine . .	1.841,3	17,8	2.017,6	18,0	2.286,0	17,9
di cui: obbligazioni	258,7	2,5	243,7	2,2	226,8	1,8
Fornitori e diversi	1.621,7	15,7	1.818,8	16,3	2.333,3	18,2
Banche	860,7	8,3	804,2	7,2	1.080,4	8,5
Utile netto	123,3	1,2	96,8	0,9	55,2	0,4
di cui: distribuito	108,9	1,0	80,5	0,7	84,6	0,7
Totale passivo	10.347,1	100,0	11.184,2	100,0	12.805,1	100,0

All'aumentare dell'importanza relativa dei debiti fa contemporaneamente riscontro la variazione della loro composizione, che si è concretata in un appesantimento dell'indebitamento a breve (58,9 per cento del complesso dei debiti contro il 55,7 nel 1969), peraltro a fronte di aumenti di poste attive facilmente mobilizzabili.

La flessione del rapporto tra mezzi propri ed immobilizzazioni lorde (79,9 per cento nel 1969 e 77,2 nel 1970), il quale rappresenta il modo in cui risparmio, capitale azionario e debiti si sono combinati nel finanziare lo stock di capitale fisso esistente e le immobilizzazioni finanziarie, attesta la maggiore onerosità dell'attuale struttura del costo medio del capitale e pone limiti finanziari ed economici all'espansione delle imprese. Ne deriva che, nel prossimo futuro, lo sviluppo di queste ultime, in termini di investimenti, sarà legato ancor

più strettamente all'accumulazione interna del risparmio ed alla raccolta di capitale azionario.

La gestione economica dell'esercizio trascorso è stata fortemente influenzata dagli aumenti verificatisi per tutte le componenti di costo nonché dai maggiori oneri sostenuti per il mantenimento di stocks di merci superiori ai normali fabbisogni. Tali aumenti sono stati assorbiti solo in parte dall'incremento dei prezzi e dallo sviluppo della produzione, dato il non elevato livello della domanda; si è pertanto verificata una contrazione dei profitti lordi e netti ancora più grave di quella manifestatasi nell'esercizio 1969 (tav. 135). I profitti lordi — calco-

TAV. 135

**PROFITTI LORDI E NETTI IN UN GRUPPO DI 137 SOCIETÀ ITALIANE
DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA**
(miliardi di lire)

A n n i	Utili netti e incremento patrimoniale (a)	Ammortamenti	Incremento dei fondi di quiescenza	Profitti (b)	
				lordi	netti
				(4)=(1)+(2)+(3)	(5)=(4)-(2)
1963	86,2	262,3	62,0	410,5	148,2
1964	78,0	282,5	40,4	400,9	118,4
1965	92,3	290,0	48,2	430,5	140,5
1966	104,7	333,4	38,8	476,9	143,5
1967	112,9	357,7	43,4	514,0	156,3
1968	135,4	388,4	40,4	564,2	175,8
1969	94,7	441,1	82,1	617,9	176,8
1970	33,8	475,2	115,6	624,6	149,4

(a) Utile netto e incremento del capitale e delle riserve al netto delle perdite e dei versamenti degli azionisti. —
(b) I profitti lordi corrispondono all'autofinanziamento lordo, aumentato dei dividendi pagati nell'anno (afferenti l'anno precedente) e diminuito della differenza tra il valore contabile dei cespiti alienati o demoliti ed i corrispondenti storni dai fondi di ammortamento.

lati escludendo gli incrementi dei fondi di quiescenza — sono diminuiti del 5 per cento, e quelli netti del 64,3. Il maggior calo osservato per questi ultimi è da porre in relazione alla dinamica dell'ammortamento (+ 7,7 per cento), il cui processo peraltro ha segnato una decelerazione: la relativa aliquota, riferita all'ammontare dei capitali fissi esistenti, è scesa dal 6,91 per cento del 1969 al 6,84 del 1970.

In particolare, le società a partecipazione statale e quelle che operano nei settori metallurgico, tessile, cartario e della produzione di fibre sintetiche ed artificiali, presentano riduzioni dei profitti lordi superiori alla media ed una perdita come risultato netto d'esercizio.

Al notevole calo dei profitti non ha fatto seguito la riduzione dei dividendi, che si sono mantenuti sostanzialmente invariati in valore assoluto (tav. 134). Questa politica di relativa stabilizzazione perseguita dalle società è, in qualche misura, spiegabile con la tendenza delle

Tav. 136

**PROFITTI LORDI E NETTI IN UN GRUPPO DI 444 SOCIETÀ ITALIANE
DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA**
(miliardi di lire)

Anni	Utili netti e incremento patrimoniale (a)	Ammortamenti	Incremento dei fondi di quiescenza	Profitti (b)	
				lordi	netti
	(1)	(2)	(3)	(4)=(1)+(2)+(3)	(5)=(4)-(2)
1963	148,0	448,0	110,2	706,2	258,2
1964	111,6	485,2	77,6	674,4	189,2
1965	128,6	517,6	84,9	731,1	213,5
1966	169,2	589,2	78,4	836,8	247,6
1967	139,4	598,7	74,3	812,4	213,7
1968	155,6	686,8	75,6	918,0	231,2
1969	60,7	742,1	145,8	948,6	206,5

(a) Utile netto e incremento del capitale e delle riserve al netto delle perdite e dei versamenti degli azionisti. —

(b) I profitti lordi corrispondono all'autofinanziamento lordo, aumentato dei dividendi pagati nell'anno (afferenti l'anno precedente) e diminuito della differenza tra il valore contabile dei cespiti alienati o demoliti ed i corrispondenti storni dai fondi di ammortamento.

imprese a considerare il capitale di rischio come un debito consolidato, che va comunque remunerato per andare incontro al desiderio dei risparmiatori di vedere ridotto il rischio connesso agli investimenti azionari.

Le indicazioni fornite lo scorso anno sull'esercizio 1969, relative ad un campione di 138 società, trovano sostanziale conferma nei risultati, che possono soltanto ora fornirsi, relativi ad un più ampio gruppo di 444 imprese (tavv. 131 e 136).

Come di consueto, nell'Appendice statistica alla Relazione viene inoltre presentata l'analisi dei profitti e del finanziamento degli investimenti per settori (tavv. a 112 e a 113) e per classe di patrimonio delle imprese (tav. a 114); l'analisi distingue altresì le società private da quelle a prevalente partecipazione statale (tav. a 115).

Allo scopo di rendere possibili raffronti internazionali, nell'Appendice sono infine riportati i dati sulla formazione di capitale e il suo finanziamento, nonché sulla struttura patrimoniale delle maggiori società degli altri paesi della Comunità europea (tavv. a 117 e a 118).

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 avvalori 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 esprimere 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 intere 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-

rezione. 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 delinearsi 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. Convieni 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 esplichino 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 raggiungessero 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 risollevare 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 esplicata 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 risollevano 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.

IV. — L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

L'Assemblea generale dei partecipanti riunitasi il 10 dicembre 1970 ha chiamato a far parte del Consiglio superiore della Banca, in rappresentanza della Sede di Venezia, l'ingegner Alessandro Barnabò, in sostituzione del Consigliere Paolo Monico resosi dimissionario.

Le attività e i servizi della Banca d'Italia.

Personale. — Nel 1970 l'emanazione delle Leggi nn. 300 e 336, rispettivamente in data 20 e 25 maggio, ha sostanzialmente influito sulla normativa interna e sulla dinamica della compagine del personale della Banca. La prima Legge, nota come « statuto dei lavoratori », ha trovato applicazione nell'ambito dell'Istituto per tutte quelle norme che si sono potute introdurre senza incertezze interpretative; per le altre, invece, si è provveduto a interessare il Consiglio di Stato, al cui parere è quindi legata ogni ulteriore decisione.

La compagine del personale (tav. 137), per la quale era stato previsto un modesto incremento annuale, è rimasta pressoché inalterata es-

Tav. 137

SITUAZIONE DEL PERSONALE IN SERVIZIO E DEI PENSIONATI
(consistenze e variazioni)

Voci	Carriere						Totale
	direttiva	concetto	esecutiva	personale ausiliario	personale operaio	personale non inquadrato o a contratto	
Personale in servizio:							
1969	2.050	1.204	2.504	1.031	614	148	7.551
1970	2.034	1.257	2.540	1.067	569	82	7.549
<i>assunzioni</i>	53	64	117	49	24	7	314
<i>cessazioni</i>	99	46	81	53	25	12	316
<i>passaggi di categoria</i> . . .	30	35	—	40	— 44	— 61	—
Pensionati:							
1969	1.714	311	1.550	906	427	—	4.908
<i>dirette</i>	990	248	1.081	532	364	—	3.215
<i>indirette</i>	724	63	469	374	63	—	1.693
1970	1.762	350	1.584	939	428	—	5.063
<i>dirette</i>	1.026	282	1.096	546	367	—	3.317
<i>indirette</i>	736	68	488	393	61	—	1.746

sendosi verificato un anticipato esodo di personale ex combattente in conseguenza del riconoscimento di anzianità convenzionali utili ai fini del pensionamento ai sensi della Legge 336. Nell'ambito delle singole carriere si è avuta una flessione del personale della carriera direttiva e del personale operaio, quest'ultimo per il ridimensionamento in atto al quale si è accennato nella precedente Relazione.

Come di consueto è stato intenso il programma di corsi di addestramento, seminari e convegni mediante i quali la Banca provvede alla qualificazione del proprio personale. Particolare impegno hanno comportato nell'anno in esame i corsi organizzati per il personale addetto alle sezioni di tesoreria provinciale, ai quali hanno preso parte 900 dipendenti.

I programmi del Centro di assistenza sociale e culturale ai dipendenti della Banca, che quest'anno sono stati estesi ai dipendenti dell'Ufficio italiano dei cambi e che vengono in parte realizzati a cura del Servizio economato, hanno comportato una spesa globale di 701 milioni, dei quali l'87 per cento per attività assistenziali e il 13 per cento per attività culturali, ricreative e sportive. In particolare 4.020 figli di dipendenti e pensionati hanno beneficiato dei soggiorni estivi, extra estivi o all'estero per lo studio delle lingue; 3.112 studenti hanno goduto del rimborso delle tasse scolastiche e 3.537 del contributo per acquisto libri di studio, mentre il numero dei contributi concessi in favore di dipendenti o pensionati residenti in città prive di facoltà universitarie per il mantenimento agli studi fuori residenza dei figli universitari è stato di 108.

I mutui erogati nel quadro dell'accordo stipulato nel 1968 con l'Istituto italiano di credito fondiario per agevolare i dipendenti nell'acquisto della casa, sono stati 553, per un importo complessivo di oltre 6 miliardi.

Produzione ed emissione di biglietti. — Nel corso dell'anno sono stati complessivamente immessi nella circolazione nuovi biglietti per 332,5 milioni di pezzi mentre si è proceduto al ritiro e conseguente annullamento di 302 milioni di biglietti logori.

La composizione della massa dei biglietti in circolazione continua ad essere imperniata sui tagli da 1.000 e 10.000 lire che coprono rispettivamente il 28 e il 42,6 per cento del numero totale (tav. 138) ma rispetto agli anni precedenti è cresciuta l'incidenza dei due tagli maggiori, che rappresentano ora congiuntamente l'1,7 per cento del numero

DISTRIBUZIONE PER TAGLI E RINNOVO DEL CIRCOLANTE
(miliardi di lire)

Voci	5 0 0			1 0 0 0		5.000	10.000	50.000	100.000	Totale
	monete	biglietti di Stato	totale	monete	biglietti					
	1969									
Produzione	..	26,6	26,6	—	208,2	217,4	1.125,5	276,5	182,0	2.036,2
Annullamenti (—)	—	25,4	25,4	—	167,9	169,2	901,5	19,2	71,9	1.355,1
Variazioni delle scorte . .	- 0,2	- 5,5	- 5,7	—	22,9	33,5	- 153,1	86,6	- 20,0	- 35,8
Circolazione al 31 dic. . .	63,7	53,3	117,0	—	304,7	324,2	4.664,8	428,3	377,9	6.216,9
di cui: tipo 1968 . . .	—	—	—	—	23,4	—	—	—	—	23,4
vecchio tipo	—	—	—	—	5,9	3,1	27,1	—	—	36,1
Numero pezzi (in milioni)	127,4	106,6	234,0	—	304,7	64,8	466,5	8,6	3,8	1.082,4
Per cento del numero . .	11,8	9,8	21,6	—	28,2	6,0	43,1	0,8	0,3	100
Per cento del valore . . .	1,0	0,9	1,9	—	4,9	5,2	75,0	6,9	6,1	100
	1970									
Produzione	0,1	28,6	28,7	2,0	200,9	186,1	1.505,5	275,3	316,5	2.515,0
Annullamenti (—)	—	24,5	24,5	—	173,8	175,6	910,3	43,3	119,4	1.446,9
Variazioni delle scorte . .	- 0,3	- 2,1	- 2,4	0,1	16,7	11,6	449,4	3,1	61,9	540,4
Circolazione al 31 dic. . .	64,1	59,5	123,6	1,9	315,1	323,1	4.810,6	657,2	513,1	6.744,6
di cui: tipo 1968 . . .	—	—	—	—	180,8	—	—	—	—	180,8
vecchio tipo	—	—	—	—	5,5	2,4	13,5	—	—	21,4
Numero pezzi (in milioni)	128,2	119,1	247,3	1,9	315,1	64,6	481,0	13,1	5,1	1.128,1
Per cento del numero . .	11,4	10,6	22,0	..	28,0	5,7	42,6	1,2	0,5	100
Per cento del valore . . .	1,0	0,9	1,9	..	4,7	4,8	71,3	9,7	7,6	100

e il 17,3 per cento del valore dei biglietti in circolazione (1,1 e 13 per cento nel 1969).

Nel 1970 sono diminuite le falsificazioni del biglietto da lire 1.000, dalle quali è rimasto esente il tipo 1968, mentre sono aumentate quelle dei tagli da 5.000 e 10.000 lire. In complesso l'apposita commissione tecnica ha accertato 3.309 falsi (37,4 pezzi per ogni 10 milioni in circolazione). In leggero incremento come valore assoluto, ma diminuito in rapporto alla circolazione, è risultato il numero delle banconote danneggiate presentate alla Banca per il cambio (6.443 contro 6.328 dell'anno precedente) (tav. 139).

Per il primo anno il nuovo stabilimento delle Officine carte valori ha lavorato a pieno regime; l'utilizzo di attrezzature tecnologicamente più avanzate ha consentito la produzione di 528,8 milioni di biglietti (dei quali 397,4 sono stati consegnati alla Banca), con un progresso notevole rispetto agli anni precedenti, tanto più apprezzabile in quanto realizzato con una diminuzione del personale addetto e del numero delle

BIGLIETTI DI BANCA DANNEGGIATI E FALSIFICATI
(numero)

Voci	T a g l i					Totale	Danneggiati o falsi per 10 milioni di pezzi in cir- colazione (1)
	1.000	5.000	10.000	50.000	100.000		
							1 9 6 9
Danneggiati	1.912	934	3.341	94	47	6.328	74,6
ammessi al cambio . . .	1.827	882	2.840	91	45	5.685	67,0
respinti	85	52	501	3	2	643	7,6
Falsi accertati	676	1.403	266	13	—	2.358	27,7
							1 9 7 0
Danneggiati	1.379	1.094	3.823	93	54	6.443	73,2
ammessi al cambio . . .	1.309	1.049	3.369	90	53	5.870	66,7
respinti	70	45	454	3	1	573	6,5
Falsi accertati	276	2.353	659	1	—	3.309	37,4

(1) Circolazione al 31 dicembre dell'anno.

ore complessivamente lavorate. Nel 1971 le Officine carte valori inizieranno la produzione in serie del nuovo biglietto da lire 5.000 che conterrà, come quello da lire 1.000 tipo 1968 già felicemente collaudato, un filo metallico di sicurezza.

Vigilanza sul sistema creditizio. — Nello scorso anno è stata introdotta una nuova sistematica ispettiva sulla base degli studi effettuati da una apposita commissione.

Benché la nuova impostazione abbia comportato la necessità di un periodo di sperimentazione, sono stati effettuati 272 accertamenti di cui 186 di tipo ordinario ad aziende ed istituti di credito, la cui massa fiduciaria ammontava ad oltre 11.000 miliardi pari al 31 per cento circa di quella amministrata dal sistema creditizio e 86 di tipo speciale in materia di tassi passivi presso singole filiali di aziende di credito.

Fra le aziende sottoposte ad accertamenti di tipo ordinario figurano le 3 banche di interesse nazionale, 3 istituti di credito speciale, 1 istituto centrale di categoria ed alcune fra le più importanti aziende di credito ordinario.

Con l'occasione si è proceduto ad un parziale decentramento dell'attività ispettiva, delegando alle filiali la facoltà di disporre accertamenti nei confronti delle casse rurali ed artigiane e dei monti di credito su pegno di 2^a categoria.

Per quanto riguarda l'articolazione del sistema bancario, risulta confermata la tendenza di fondo alla concentrazione: nel 1970 sono infatti avvenute 24 incorporazioni di piccole aziende da parte di aziende maggiori e sono sorti due nuovi organismi dalla fusione di 4 casse rurali e artigiane. Con la messa in liquidazione di 7 aziende e una nuova iscrizione si è così avuta una diminuzione netta di 32 aziende che ha portato a 1.179 il totale delle aziende di credito iscritte all'albo al 31 dicembre 1970.

Rispetto all'anno precedente gli sportelli bancari si sono accresciuti di 256 unità, raggiungendo il numero di 10.807; la media per azienda si è conseguentemente elevata da 8,7 alla fine del 1969 a 9,2 alla fine del 1970. Il numero complessivo delle piazze rese bancabili è salito a 5.297 (5.176 nel 1969) di cui 4.325 Comuni (54 per cento del totale dei Comuni italiani); di questi 4.108 erano resi bancabili direttamente e 217 mediante sportelli presenti in loro frazioni.

Tesoreria provinciale. — Pur nella convinzione che una maggiore funzionalità di questo servizio non possa derivare che da una sua radicale ristrutturazione nel quadro generale della riforma della pubblica amministrazione, i competenti uffici si sono adoperati nella sfera delle proprie competenze per apportare ogni possibile semplificazione all'attività delle sezioni.

Il progetto di comunicazione ed elaborazione a distanza dei dati contabili delle sezioni di tesoreria provinciale, superato il definitivo collaudo, entrerà in funzione a partire dal 1^o giugno, per essere successivamente esteso alle procedure contabili della Banca.

Nel 1970 il volume del movimento generale di cassa presso le sezioni ha registrato un incremento dell'1,72 per cento rispetto all'anno precedente, superando i 110 mila miliardi.

La collaborazione prestata dalle sezioni per il tramite del competente servizio alle Direzioni generali del Tesoro, del Debito pubblico e della Cassa DD.PP. ha riguardato emissioni di titoli pubblici per un valore nominale complessivo pari a 3.205 miliardi, così ripartiti: 2.361 miliardi di BOT; 199 miliardi di certificati speciali di credito; 167 miliardi di BTN 5,50 per cento 1979; 303 miliardi di titoli dell'edilizia scolastica; 175 miliardi per rinnovo di Buoni fruttiferi della Cassa DD.PP.

Stanze e servizi di compensazione. — L'attività delle stanze di compensazione, riflettendo essenzialmente le vicende del mercato finanziario e creditizio, è stata caratterizzata nel 1970 da un minor incremento delle operazioni di compensazione dei recapiti e da una notevole diminuzione di quelle relative ai titoli.

Le partite di debito e di credito regolate attraverso la compensazione dei recapiti hanno raggiunto i 243 mila miliardi, con un aumento del 7 per cento, inferiore di 14 punti a quello del 1969, mentre la percentuale dei saldi rispetto ai valori trattati è rimasta sostanzialmente stabile (tav. 140).

TAV. 140

ATTIVITA' DELLE STANZE E DEI SERVIZI DI COMPENSAZIONE (1)

Anni	Stanze (2)								Servizi (6)
	Recapiti (3)	Titoli (4)						Interstanza (5)	
		compensazione		Totale	per specie				
		giornaliera	mensile		titoli di stato	obbli- gazioni	azioni		
Valori trattati (miliardi di lire)									
1965	128.039	1.595	7.003	8.598	288	1.303	7.007	50	30.236
1966	154.421	2.483	11.576	14.059	393	2.152	11.514	81	33.900
1967	167.247	2.567	10.181	12.748	453	2.145	10.150	90	35.235
1968	187.626	2.864	10.374	13.238	682	2.185	10.371	78	41.085
1969	226.740	3.954	17.836	21.790	809	3.121	17.860	138	43.645
1970	242.696	2.074	14.618	16.692	463	1.706	14.523	93	49.547
variazioni percentuali									
1965	2,4	32,7	13,6	16,7	- 7,1	46,7	13,6	2,0	2,1
1966	20,6	55,7	65,3	63,5	36,5	65,1	64,3	59,7	12,1
1967	8,3	3,4	- 12,1	- 9,3	15,3	- 0,3	- 11,8	11,7	3,9
1968	12,1	11,6	1,9	3,8	50,6	1,9	2,1	- 13,6	16,6
1969	20,8	27,6	71,9	64,8	18,6	42,8	72,2	78,0	6,2
1970	7,0	- 47,5	- 18,0	- 23,4	- 42,8	- 45,3	- 18,7	- 32,6	13,5
Rapporti tra valori non compensati e valori trattati									
1965	16,7	36,3	14,0	18,1	35,7	36,4	14,0	—	25,4
1966	15,5	39,8	14,3	18,8	38,3	39,4	14,2	—	26,0
1967	15,1	43,5	17,2	22,5	38,5	44,4	17,1	—	26,2
1968	16,2	43,0	17,8	23,3	33,9	45,7	17,9	—	26,6
1969	16,5	47,3	17,6	23,0	41,7	47,8	17,8	—	27,3
1970	16,3	52,6	18,4	22,6	49,3	51,5	18,4	—	27,7

(1) 11 stanze (Bologna, Firenze, Genova, Livorno, Milano, Napoli, Padova, Roma, Torino, Trieste e Venezia) e 82 servizi (presso le altre Filiali della Banca). — (2) Gli associati alle stanze sono, per la compensazione recapiti: aziende di credito, enti e società che abbiano notevole movimento di operazioni; per la compensazione titoli: aziende di credito, agenti di cambio, commissionari di borsa, enti finanziari e società di primaria importanza. — (3) Operazioni effettuate mediante scambio di effetti cambiari, vaglia, assegni, fatture, quietanze, cedole, titoli estratti o scaduti, ordini di giroconto, di accredito o di addebitamento, memorandum (per operazioni non documentate o in luogo di altri recapiti fuori piazza), saldi contante delle operazioni in titoli, mandati e titoli di spesa di tesoreria, ecc. — (4) Operazioni di vendita e acquisto in borsa e fuori borsa, riporti, proroghe e consegna o ritiro di titoli franco valuta; soltanto presso le stanze di Firenze, Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino (al prezzo di compenso). — (5) Saldi in contante delle operazioni, si compie nell'ambito della compensazione mensile e regola le operazioni di compra-vendita a termine di titoli effettuate da operatori fuori piazza. — (6) Operazioni come per la compensazione recapiti. Gli aderenti sono soltanto aziende di credito.

Sulla minore espansione di queste operazioni ha influito soprattutto la contrazione registrata nel movimento delle cambiali e dei saldi in contante delle operazioni in titoli (rispettivamente 8 e 25 per cento). La notevole flessione riscontrata nei saldi delle operazioni in titoli ha riguardato prevalentemente l'attività delle stanze di Roma e di Milano, la cui incidenza sul volume complessivo di operazioni della compensazione recapiti è scesa dal 77 per cento nel 1969 al 75 nel 1970. Le operazioni di altra natura, nonostante l'aumento più contenuto rispetto al 1969 (9 per cento contro il 26), hanno gradualmente assunto nel tempo una maggiore consistenza nei confronti di quelle tradizionali, fino a raggiungere il 53 per cento del totale nell'anno in esame.

La diminuzione nel valore delle operazioni in titoli (5 mila miliardi e il 23 per cento) riflette l'andamento in genere riflessivo dei corsi e la contrazione delle quantità trattate. Questa ha interessato sia il comparto del reddito fisso per la minore attività del mercato, e, in qualche misura, per la limitazione degli interventi a sostegno da parte della Banca d'Italia, sia quello azionario, per il rallentamento dell'attività presso le borse dovuto alle incerte prospettive di reddito nel settore nonché alla diminuita attività dei fondi comuni.

Anche la compensazione interstanza, che si effettua nell'ambito della compensazione mensile, ha risentito della generale diminuzione di attività nel settore dei titoli; l'ammontare dei saldi in contante, regolati con accreditamenti ed addebitamenti in conto, è sceso a 93 miliardi, con una riduzione del 33 per cento rispetto al 1969.

L'ammontare delle operazioni affluite ai servizi di compensazione, istituiti presso le filiali della Banca ove non esiste la stanza, ha presentato un incremento percentuale più che doppio rispetto a quello del 1969 e la percentuale delle partite non compensate è leggermente aumentata.

Alla fine del 1970 il numero degli associati alle stanze risultava così ripartito: 255 aziende di credito, 289 agenti di cambio 100 ditte commissionarie di borsa e società finanziarie; il numero degli aderenti ai servizi di compensazione, esclusivamente aziende di credito, risultava di 642 unità.

Centrale dei rischi. — Dal 1^o novembre 1970 e con riferimento alle segnalazioni al 31 ottobre, il limite minimo di importo per la rilevazione dei rischi bancari è stato ridotto a 40 milioni; un ulteriore abbassamento (a 30 milioni) è in programma per la seconda metà

del corrente anno. Si va così completando l'evoluzione del servizio che, limitato nel periodo iniziale ai soli rischi diretti per cassa o di firma da 250 milioni in su e alle aziende di credito e istituti centrali di categoria, è stato poi ampliato attraverso successivi abbassamenti del limite minimo di censimento (100 milioni dal febbraio 1965; 50 milioni dal febbraio 1966) e l'estensione delle rilevazioni al settore del credito speciale (giugno 1965) e a una parte dei rischi indiretti (dicembre 1965).

I rischi censiti nel 1970 (44.137 miliardi) hanno rappresentato il 77,6 per cento del complesso dei fidi erogati dall'intero sistema creditizio. Le aziende dichiaranti sono state 572 pari al 45,4 per cento delle aziende tenute alle presentazioni delle situazioni trimestrali, percentuale che sale all'86,3 per cento ove si escludano le casse rurali e artigiane; 54 aziende hanno provveduto ad inviare le segnalazioni direttamente su supporto elettronico. La clientela censita è aumentata da 80.902 a 89.400 unità.

L'attività della Centrale dei rischi si è ampliata anche nell'assolvimento della funzione di informazione, con l'invio alle aziende e agli istituti partecipanti di un sempre maggior volume di elaborazioni statistiche. In conseguenza dell'abbassamento del limite di fido la Centrale ha ripetuto la rilevazione già effettuata nel 1965 e nel 1967 intesa a estendere le conoscenze sulle dimensioni e sulle caratteristiche del cumulo dei fidi.

Ispettorato Banca. — Nel corso del 1970 l'Ispettorato ha sottoposto a ispezione 23 stabilimenti e ha mantenuto la reggenza interinale di 13 filiali, espletando inoltre numerosi incarichi particolari e accertamenti tecnici affidatigli dall'Amministrazione.

Nell'adempimento del mandato gli ispettori hanno concentrato le loro osservazioni sugli aspetti funzionali e organizzativi dell'attività delle filiali, fornendo utili indicazioni per l'aggiornamento della normativa nel quadro delle mutevoli esigenze dell'Istituto; funzione questa che, in conseguenza della soppressione del Servizio organizzazione, è ora assolta dagli uffici amministrativi dell'Ispettorato.

Servizio elaborazioni e sistemi informativi. — Attuata la nuova strutturazione dei mezzi tecnici, nel corso del 1970 il SESI ha notevolmente sviluppato la propria attività, volta a soddisfare le crescenti richieste da parte dei Servizi dell'Amministrazione, fra i quali l'automazione si

va sempre più diffondendo a tutti i livelli. Particolare cura è stata inoltre posta nell'opera di diffusione delle più moderne tecniche di utilizzo dei mezzi elettronici nell'ambito del sistema creditizio e in proposito va ricordata fra l'altro la collaborazione prestata alla SADIBA (Scuola di automazione per dirigenti bancari) di Perugia.

E' proseguita anche l'attività della Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione (CIPA), che ha registrato 7 nuove adesioni e tenuto 10 riunioni, di cui 5 a livello direttivo e 5 a livello tecnico.

Servizio rapporti con l'estero. — L'attività del Servizio è stata caratterizzata dalla molteplicità degli interventi in relazione alle perturbazioni verificatesi sul mercato dei cambi. Notevole mole di lavoro ha causato la disciplina che ha disposto l'accentramento presso la Banca d'Italia delle banconote italiane rimesse dall'estero (nel 1970, 606 miliardi di lire) mentre le operazioni di acquisto e vendita delle valute sono state trattate direttamente dal nuovo « centro operativo cambi », entrato in funzione nel novembre 1969 e dotato di modernissime attrezzature.

Nel 1970 la Banca ha cessato il servizio di pagamento degli assegni del Tesoro USA, denominati « veterani », assunto nell'immediato dopoguerra; dal 1945 sono stati negoziati complessivamente 7,4 milioni di tali assegni, per un ammontare di 595 milioni di dollari.

Al 31 dicembre 1970 risultavano autorizzati ad operare in cambi 97 banche agenti, 47 banche minori, 124 banche delegate e 812 centri raccolta, per un totale di 1.080 operatori.

Servizio amministrazione degli stabili. — I lavori edili eseguiti nel 1970 ammontano a 11 miliardi, con un incremento, rispetto al 1969, del 48 per cento, che peraltro comprende anche l'aumento generale dei costi del settore (circa il 12 per cento). Gli stabili con prevalente destinazione istituzionale hanno assorbito il 72 per cento di tale spesa; la ripartizione per genere di lavoro attribuisce 2,7 miliardi a nuove costruzioni e ricostruzioni, 6,4 miliardi a interventi per riordino e aggiornamento e 1,9 miliardi a opere di manutenzione ed altre.

Il Servizio ha anche curato la pubblicazione di un'opera in tre volumi, « I cento edifici della Banca d'Italia », che raccoglie i dati relativi agli stabili dell'Istituto e illustra le caratteristiche storiche e artistiche di alcuni di essi.

Consulenza legale. — Oltre alla consueta attività di assistenza e difesa dell'Istituto, la Consulenza legale ha proseguito nella elaborazione di raccolte normative e, nell'ambito del processo di armonizzazione delle legislazioni bancarie e commerciali, ha partecipato ai lavori relativi presso la CEE e la Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale (UNCITRAL).

Il bilancio e il conto economico della Banca d'Italia.

Nel capitolo « La Banca centrale e la regolazione della base monetaria » l'attività della Banca, unitamente a quella dell'Ufficio italiano dei cambi, è stata esaminata sotto il profilo degli effetti che le scelte di politica monetaria esercitano sul credito e sulla liquidità dell'economia; si illustrano ora in modo più analitico i riflessi di quelle scelte sul bilancio dell'Istituto, conservando la classificazione per settori operativi al fine di consentire, pur nell'esame più articolato dell'evoluzione delle singole poste della situazione dei conti, una visione d'insieme della loro importanza relativa nel quadro della copertura a breve del fabbisogno del Tesoro, dell'andamento dei flussi monetari con il sistema creditizio e del regolamento finanziario dei rapporti col resto del mondo.

Attività e passività verso il Tesoro. — Per coprire il fabbisogno di cassa del Tesoro, accresciutosi in misura sensibile rispetto al 1969, gli impieghi della Banca a favore di quel settore sono aumentati di 2.374 miliardi (1.242 nel 1969), raggiungendo una consistenza di 6.434 miliardi (tav. a 57, pari al 56 per cento delle attività complessive della Banca (38 nel 1969). Il maggior apporto dell'Istituto al finanziamento del Tesoro si è riflesso in un aumento del portafoglio titoli pubblici e, in misura ben più rilevante, nella variazione del conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale. Quest'ultimo è passato da un saldo passivo per la Banca di 113 miliardi a fine 1969 ad uno attivo per 1.592 a fine 1970, partecipando per oltre il 70 per cento al totale dei finanziamenti concessi dalla Banca al Tesoro nell'anno. Il ricorso al conto corrente di tesoreria è stato progressivamente crescente sì da far scomparire la consueta alternanza bimestrale connessa alla scadenza delle rate di imposte dirette nei mesi pari; una riduzione del saldo si è verificata, peraltro in misura ridotta, solamente nei mesi di febbraio, giugno e dicembre.

Si è già trattato nel capitolo sulla Banca centrale e la regolazione della base monetaria delle cause di variazione del portafoglio titoli pubblici della Banca d'Italia e dell'UIC, per specie di titoli (operazioni di debito pubblico e di mercato aperto; tavv. 82 e 84); per quanto riguarda in particolare la Banca, esso si è incrementato di 772 miliardi (da 2.638 a 3.410 miliardi; tav. 141) essenzialmente in dipendenza di sottoscrizioni nette all'emissione (1.107 miliardi), mentre le cessioni

Tav. 141

TITOLI DELLA BANCA D'ITALIA
(valori di bilancio in miliardi di lire)

Titoli	Liberi	Impiego ris. obbl. in contante	R i s e r v a		Fondi di accanto- namento	Totale	Giacenza media annua
			ordinaria	straordin.			
1 9 6 9							
Reddito fisso	2.164,5	282,0	8,1	4,2	232,6	2.691,4	1.612,1
BOT	55,0	282,0	—	—	—	337,0	226,4
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	—	—	—	—	175,0	175,0
Titoli di Stato	840,6	—	6,9	3,8	127,3	978,6	735,6
Obbligazioni:							
aziende autonome	132,5	—	—	—	—	132,5	62,2
per conto Tesoro	961,4	—	1,0	0,4	52,5	1.015,3	378,2
Totale titoli pubblici . . .	2.164,5	282,0	7,9	4,2	179,8	2.638,4	1.577,4
ENEL-ENI-IRI	—	—	—	—	7,0	7,0	7,1
altre	—	—	0,2	—	45,8	46,0	27,6
Azioni	—	—	1,7	1,8	49,3	52,8	53,7
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire e in valuta	—	—	—	0,3	3,3	3,6	3,1
Totale . . .	2.164,5	282,0	9,8	6,3	285,2	2.747,8	1.668,9
1 9 7 0							
Reddito fisso	3.220,8	—	11,4	7,7	256,3	3.496,2	2.901,6
BOT	—	—	—	—	—	—	150,4
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	—	—	—	—	175,0	175,0
Titoli di Stato	1.347,8	—	8,2	7,4	131,3	1.494,7	1.302,1
Obbligazioni:							
aziende autonome	251,4	—	—	—	—	251,4	153,4
per conto Tesoro	1.446,6	—	3,2	0,3	39,0	1.489,1	1.053,3
Totale titoli pubblici . . .	3.220,8	—	11,4	7,7	170,3	3.410,2	2.834,2
ENEL-ENI-IRI	—	—	—	—	7,1	7,1	7,0
altre	—	—	—	—	78,9	78,9	60,4
Azioni	—	—	—	—	54,6	54,6	53,7
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire e in valuta	—	—	—	1,2	3,0	4,2	4,0
Totale . . .	3.220,8	—	11,4	8,9	313,9	3.555,0	2.959,3

nette sul mercato sono risultate pari a 186 miliardi (acquisti netti per 264 miliardi nel 1969). Detta variazione del portafoglio riflette anche detrazioni contabili per 148 miliardi, connesse per la quasi totalità con l'andamento delle quotazioni dei titoli e coperte per 67 miliardi con l'utilizzo del relativo fondo oscillazione, e per la differenza a valere sul conto economico.

Il contributo della Banca d'Italia all'assorbimento delle nuove emissioni di titoli pubblici ha raggiunto nel 1970 livelli elevati raggugliandosi, in base ai valori nominali, all'86 per cento per i titoli di Stato a medio e lungo termine, al 60 per cento per le obbligazioni emesse dalle aziende autonome e all'88 per cento per quelle emesse dal CREDIOP per conto del Tesoro.

Le sottoscrizioni si sono accentrate per oltre la metà nel mese di dicembre, nel quale la Banca ha acquistato: 150 miliardi di Buoni fruttiferi della Cassa Depositi e Prestiti, in sostituzione di un uguale ammontare di tali titoli in scadenza; 187 miliardi di certificati di credito del Tesoro decennali al 5,50 per cento emessi per il finanziamento delle agevolazioni fiscali e dello sgravio di oneri sociali destinati a promuovere nuovi investimenti nei settori dell'industria, commercio e artigianato; 91 miliardi di obbligazioni emesse dall'Amministrazione delle FF.SS. e 512 miliardi di obbligazioni CREDIOP per mutui al Tesoro.

Inoltre nel marzo 1970, in base alla legge 18 giugno 1969, n. 324, sono stati assegnati alla Banca, ai fini del regolamento del debito del Tesoro per gli interessi sui depositi vincolati in conto corrente costituiti presso la Banca, certificati di credito per l'importo di 234 miliardi, ammortizzabili in 10 anni e fruttanti interessi semestrali posticipati nella misura dell'1 per cento.

La consistenza dei BOT in portafoglio, pari a fine 1969 a 337 miliardi (di cui 282 per impiego della riserva obbligatoria in contante), si è annullata nel corso del 1970 a seguito di cessioni e rimborsi netti rispettivamente per 115 e 222 miliardi (tav. 84 e 141).

Sempre a fine anno i titoli pubblici in libera disponibilità ammontavano a 3.221 miliardi e ad oltre il 90 per cento del totale dei valori mobiliari della Banca (79 per cento a fine 1969); la loro giacenza media annua, calcolata su base giornaliera, risultava più che raddoppiata rispetto al 1969.

Il portafoglio relativo agli ammassi obbligatori e alle campagne acquisto grano per conto dello Stato è aumentato nel 1970 del 7,9 per cento (da 905 a 977 miliardi; tav. 142) per effetto, come negli anni precedenti, della cambializzazione degli interessi passivi e degli oneri fiscali connessi al rinnovo degli effetti. A fine anno la voce in esame rappresentava la maggior parte del finanziamento globale da parte del sistema creditizio delle gestioni agricole a carico dello Stato.

TAV. 142

PORTAFOGLIO SU PIAZZE ITALIANE

(miliardi di lire)

V o c i	Consistenze alla fine del		Variazioni
	1969	1970	
PORTAFOGLIO SUL TESORO	905,3	976,6	71,3
Ammassi obbligatori e per contingente	888,6	952,2	63,6
<i>grano</i>	860,4	917,6	57,2
<i>risone</i>	15,6	20,9	5,3
<i>altri prodotti</i>	12,6	13,7	1,1
Campagne di acquisto grano per conto dello Stato	16,7	24,4	7,7
1962/63	9,8	15,0	5,2
1963/64	6,9	9,4	2,5
PORTAFOGLIO SUL SISTEMA CREDITIZIO	747,2	58,7	- 688,5
Credito agrario di esercizio	41,4	19,5	- 21,9
Altro portafoglio ordinario	705,8	39,2	- 666,6
TOTALE . . .	1.652,5	1.035,3	- 617,2

Nel mese di novembre sono state impartite istruzioni alle filiali della Banca per l'attuazione di norme emanate dal Ministero dell'agricoltura e delle foreste in merito all'unificazione delle scadenze di tutti gli effetti « ammassi » a tre date fisse annuali, e precisamente all'ultimo giorno di gennaio, maggio e settembre, anche se festivo. Siffatta unificazione, che dovrà essere completata entro il 31 maggio 1971, renderà possibile addivenire al rilascio di una sola cambiale per ogni Istituto e per ogni campagna e prodotto; ne risulteranno alleggeriti e semplificati i compiti di carattere amministrativo espletati dagli enti ammassatori.

La voce « servizi diversi per conto dello Stato » ha presentato una riduzione di 60 miliardi; in questa posta confluisce anche il saldo del servizio di emissione dei certificati doganali, ora aboliti in forza del D. Min. finanze del 5 marzo 1971, che modifica la disciplina dei dazi. Di tali certificati, istituiti nel 1923, ne sono stati emessi lo scorso anno 734.753, per complessivi 974 miliardi.

Attività e passività verso il sistema creditizio. — I finanziamenti della Banca d'Italia a favore delle aziende e istituti di credito si sono ridotti, nell'anno, di 1.457 miliardi; a fine dicembre essi ammontavano a 974 miliardi, con un'incidenza dell'8,4 per cento sul totale delle attività, a fronte del 23,4 per cento a fine 1969 (tav. a 57).

Il minor ricorso al credito della Banca d'Italia ha interessato principalmente il risconto di portafoglio ordinario, diminuito da 747 a 59 miliardi e le anticipazioni a scadenza fissa, scese da 759 a 87 miliardi, mentre più modesta è stata la flessione di quelle in conto corrente (da 882 a 752 miliardi).

In particolare, queste ultime si sono mantenute su livelli elevati durante tutta la prima metà dell'anno, anche dopo l'aumento di un punto e mezzo del tasso di interesse (dal 9 marzo), raggiungendo a fine giugno il valore di 1.103 miliardi; il rapporto di utilizzo, pari al 63,3 per cento a dicembre 1969, ha presentato una progressiva tensione e si è portato a giugno al livello massimo del 78,1 per cento.

Successivamente l'entità di questi finanziamenti ha manifestato tendenza a ridursi; anche la consueta espansione stagionale nella seconda metà di dicembre è risultata di dimensioni inferiori alla media degli anni precedenti. Nel contempo il rapporto di utilizzo si è ridotto sensibilmente, scendendo a fine anno al livello del 50,7 per cento.

Nel settore delle anticipazioni a scadenza fissa si è verificata una contrazione nelle erogazioni globali (da 6.680 a 5.300 miliardi) e nel numero delle operazioni (da 296 a 189), mentre l'importo medio delle anticipazioni è aumentato (da 22,6 a 28 miliardi) e la durata media è rimasta pressoché immutata (21,48 giorni, rispetto a 21,79). Il 65 per cento delle erogazioni è stato effettuato al tasso massimo del 7 per cento; la restante quota a tassi compresi tra il 4,50 e il 6,50 per cento. Il tasso medio ponderato per l'intero anno è risultato superiore di oltre un punto e mezzo a quello del 1969, con una progressiva tendenza all'aumento fino a settembre, mese in cui si è approssimato al tasso massimo, e una sensibile riduzione nell'ultimo trimestre (5,59 per cento in dicembre).

L'andamento di queste operazioni nel corso dell'anno è stato analogo, anche se con variazioni percentuali più elevate tra un mese e l'altro, a quello delle anticipazioni in conto corrente; esso ha infatti presentato una tendenza ascendente nel primo semestre, raggiungendo il livello massimo di 940 miliardi a fine giugno, e una graduale riduzione nei mesi successivi.

Le presentazioni cambiarie complessivamente accolte per risconto di portafoglio ordinario sono risultate quasi dimezzate rispetto al 1969 (1.096 miliardi, contro 2.080). Il saggio medio ponderato di sconto, per la quota di portafoglio soggetta a maggiorazioni, cioè escluso il risconto di cambiali agrarie, si è ragguagliato per l'intero anno al 6,57 per cento (4,34 nel 1969).

Nei primi 5 mesi l'esposizione totale per risconto ordinario si è ridotta di 539 miliardi (120 nel 1969) scendendo a 208 miliardi; nel quadrimestre successivo si è portata su livelli alquanto elevati (in media circa 400 miliardi), ma inferiori a quelli del corrispondente periodo del 1969 (circa 450 miliardi); nell'ultimo trimestre si è contratta in misura rilevante (309 miliardi, contro un aumento di 428 nello stesso periodo del 1969), raggiungendo il livello più basso rispetto ai corrispondenti valori dell'ultimo quinquennio.

Nell'ambito delle operazioni di risconto ordinario, le presentazioni cambiarie connesse al credito agrario di esercizio, per le quali ha continuato a rimanere in vigore il tasso del 3,50 per cento, sono ammontate a 157 miliardi, contro 87 nel 1969.

Circa le passività della Banca verso le aziende di credito, le riserve obbligatorie in contante (3.288 miliardi a fine 1970) si sono incrementate nell'anno più che nel 1969 (19,2 per cento contro il 14,4) per effetto di un maggior sviluppo dei depositi soggetti a riserva (sui 12 mesi terminanti a novembre: 13,4 per cento contro il 12,1) e di un ampliamento dell'eccedenza del versato rispetto al minimo obbligatorio.

I conti correnti liberi delle aziende di credito hanno presentato un valore particolarmente elevato a metà anno (288 miliardi), per l'accreditamento di fondi provenienti da prestiti emessi all'estero dall'ENEL e dall'IMI nel mese di maggio.

I conti correnti vincolati a tempo, di importo trascurabile nei primi nove mesi dell'anno, hanno iniziato ad incrementarsi a partire dall'ottobre, raggiungendo a fine novembre il valore di 147 miliardi per poi ridiscendere nel dicembre in relazione alle note esigenze di cassa di fine anno; la tendenza all'aumento, per altro, ha ripreso con vigore nell'anno in corso riflettendo la migliorata situazione di liquidità del sistema bancario.

I conti correnti liberi degli istituti speciali di credito hanno presentato, come di consueto, i valori più elevati a fine giugno (99 miliardi) e a fine dicembre (218 miliardi) in relazione al pagamento delle cedole di interessi sui prestiti obbligazionari.

Attività e passività verso l'estero e l'Ufficio italiano dei cambi. —

Si è già trattato diffusamente in precedenti capitoli, ed in particolare in sede di analisi dei movimenti monetari, dell'effetto dell'avanzo della bilancia dei pagamenti e delle operazioni con l'estero delle aziende di credito sulla posizione netta verso l'estero della Banca d'Italia e dell'UIC, nonché della composizione delle riserve ufficiali.

Per quanto riguarda la sola Banca d'Italia, si è avuto un aumento netto di passività per 207 miliardi derivante essenzialmente da una diminuzione netta di 43 miliardi dell'oro in cassa (pari, a fine dicembre, a 1.804 miliardi), da mettere in relazione con la cessione al Fondo monetario internazionale (59 miliardi) per l'aumento della quota di partecipazione italiana (tav. aL 26), da un aumento delle passività verso il Fondo (257 miliardi) e da una diminuzione di quelle verso la Riserva federale (84 miliardi).

Tra un dicembre e l'altro il saldo attivo per la Banca del conto corrente intrattenuto presso di essa dall'Ufficio italiano dei cambi si è incrementato di 61 miliardi, raggiungendo il livello di 1.687 miliardi; nel 1969 esso si era per contro ridotto di 460 miliardi. L'andamento del conto corrente nel corso del 1970 è stato influenzato, direttamente o indirettamente, da:

- una variazione netta positiva di 441 miliardi nella posizione sull'estero dell'Ufficio, a determinare la quale hanno contribuito l'aumento della quota in oro e in lire presso il Fondo monetario internazionale, l'avanzo della bilancia dei pagamenti e l'alienazione dei certificati aurei dello stesso FMI e del GAB;
- il cennato incremento netto delle passività nei confronti del Fondo monetario internazionale e della Riserva federale (173 miliardi);
- una variazione netta negativa di 207 miliardi per operazioni con l'interno, da collegare in prevalenza alle operazioni di emissione di prestiti all'estero da parte di enti vari.

Altre attività e passività; circolazione dei biglietti. — Il complesso degli « altri impieghi » della Banca (tav. a 57) era pari, alla fine del 1970, a 171 miliardi ed al 14,7 per cento del totale degli impieghi (rispettivamente 121 miliardi e l' 11,6 per cento nel 1969). L'aumento rispetto al 1969 deriva essenzialmente dalla contabilizzazione nella voce « altri conti » dei ratei di interessi attivi relativi al portafoglio complessivo della Banca in titoli a reddito fisso.

Relativamente alle altre voci, variazioni di scarso rilievo si sono verificate nelle anticipazioni in conto corrente e nei titoli a reddito fisso emessi da imprese private e pubbliche, diminuiti per effetto dei rimborsi e della conversione in azioni di alcune serie obbligazionarie.

I titoli azionari, costituenti il parziale investimento del fondo a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale, hanno presentato, sulla base dei valori di bilancio, un modesto aumento (55 miliardi contro 53 alla fine del 1969). Peraltro il valore di borsa di tali azioni ha subito una flessione del 12 per cento circa e il rapporto tra valutazione corrente e valore di bilancio è diminuito da 1,65 a 1,41.

TAV. 143

CIRCOLAZIONE BIGLIETTI E VAGLIA CAMBIARI DELLA BANCA D'ITALIA

Periodo	Circolazione biglietti			Vaglia cambiari				
	Consistenze fine periodo		consistenze medie	consistenze medie	emissione			durata media in giorni
	dati di situazione	dati depurati dalla stagionalità			valore	numero	importo medio	
	(miliardi)				(migliaia)			
1967	5.125,7	4.605,3	4.222,8	21,2	1.657,6	1.218	1.371,0	5,48
1968	5.389,9	4.842,7	4.614,7	19,5	1.173,7	1.114	1.052,5	6,37
1969	6.099,9	5.490,5	5.038,1	21,9	1.168,3	1.116	1.051,7	7,61
1970	6.619,1	5.973,9	5.710,6	24,4	1.215,9	1.018	1.207,9	8,06
1969 - gen.	4.872,5	4.897,0	4.950,0	20,5	110,1	121	909,9	6,89
feb.	4.831,7	4.945,4	4.706,4	19,3	76,9	72	1.068,1	7,34
mar.	4.932,5	4.967,3	4.764,9	18,9	98,9	87	1.136,8	6,83
apr.	4.892,2	5.012,5	4.837,6	19,5	94,8	86	1.102,3	7,02
mag.	4.914,3	5.030,0	4.806,4	27,0	110,7	91	1.216,5	9,01
giu.	5.112,7	5.082,2	4.881,7	20,6	87,7	89	985,4	7,93
lug.	5.261,5	5.148,2	5.041,6	22,1	108,1	100	1.081,0	7,04
ago.	5.311,3	5.300,7	5.267,2	22,4	89,9	84	1.070,2	7,06
set.	5.270,9	5.313,4	5.175,2	18,4	89,1	93	958,1	7,51
ott.	5.218,7	5.369,0	5.138,0	21,1	102,6	101	1.015,8	7,14
nov.	5.330,5	5.456,0	5.172,1	25,2	88,7	86	1.031,4	9,05
dic.	6.099,9	5.490,5	5.715,9	27,6	110,8	106	1.045,3	8,37
1970 - gen.	5.571,9	5.605,3	5.642,5	23,0	112,5	118	953,4	7,29
feb.	5.548,3	5.678,9	5.394,4	21,6	86,3	80	1.078,7	7,49
mar.	5.754,9	5.778,0	5.502,5	20,7	88,7	86	1.031,4	8,13
apr.	5.624,3	5.780,4	5.512,4	18,9	98,2	86	1.141,9	7,23
mag.	5.723,8	5.870,6	5.518,4	26,8	90,1	72	1.251,4	8,96
giu.	5.941,5	5.911,9	5.686,4	28,7	115,9	85	1.363,5	8,10
lug.	6.113,0	5.969,7	5.864,6	23,1	107,3	91	1.179,1	8,35
ago.	5.928,3	5.910,6	5.953,1	26,0	91,3	70	1.304,3	8,57
set.	5.865,3	5.924,5	5.775,9	23,4	97,9	74	1.323,0	8,37
ott.	5.811,5	5.972,8	5.724,9	25,1	102,8	75	1.370,7	7,84
nov.	5.830,9	5.956,0	5.671,1	25,9	99,9	77	1.297,4	8,68
dic.	6.619,1	5.973,9	6.281,5	29,6	124,9	104	1.201,0	7,95

La consistenza media annua dei vaglia cambiari è passata da 21,9 a 24,4 miliardi. Il numero dei vaglia emessi è diminuito in seguito all'aumento del taglio minimo disposto in giugno da lire 500 a 5.000, salvo eccezioni per particolari esigenze del servizio di tesoreria provinciale. E poiché al tempo stesso ne è aumentato il valore complessivo (1.216 miliardi contro 1.168 nel 1969) l'importo medio è cresciuto del 15 per cento circa, risultando pari a 1,2 milioni; la durata media si è ragguagliata all'incirca a 8 giorni (tav. 143).

Del rapporto tra circolazione, reddito nazionale lordo e reddito da lavoro dipendente si è già riferito nel capitolo sulla Banca centrale e la regolazione della base monetaria. In questa sede può essere interessante mettere in evidenza che gli incrementi di ciascun mese del 1970 rispetto al mese corrispondente dell'anno precedente hanno oscillato in media intorno al 16 per cento nei primi sette mesi e al 10 per cento nei successivi cinque. Nei dodici mesi terminanti a dicembre la circolazione ha presentato un incremento dell'8,5 per cento, inferiore di circa 5 punti a quello dell'anno precedente, raggiungendo i 6.619 miliardi.

L'esame dei dati destagionalizzati (tav. 143) indica che la circolazione si è accresciuta, tra dicembre 1969 e luglio 1970, ad un tasso assai elevato (14,9 per cento in ragione d'anno) ed è poi rimasta stazionaria presentando così una espansione inferiore a quella più regolare, anche se accelerata nella seconda parte dell'anno, del 1969.

Capitale. — Nessuna variazione è intervenuta nell'anno nell'ammontare del capitale e nella distribuzione delle quote di partecipazione. Al 31 dicembre 1970, come alla fine dell'anno precedente, queste risultavano così ripartite:

Partecipanti con diritto di voto:

Casse di risparmio e Monti di credito	n.	76	per	177.896	quote	con	471	voti	
Istituti di diritto pubblico	»	8	»	54.500	»	»	141	»	
Banche di interesse nazionale	»	3	»	21.000	»	»	54	»	
Istituti di previdenza	»	1	»	15.000	»	»	34	»	
Istituti di assicurazione	»	9	»	31.500	»	»	99	»	
		n.	97	per	299.896	quote	con	799	voti

Partecipanti senza diritto di voto:

Casse di risparmio e Monti di credito	n.	14	per	104	quote
Totale	n.	111	per	300.000	quote

Riserve. — Durante l'esercizio 1970 nei fondi di riserva si sono avuti i seguenti movimenti:

	Fondo di riserva ordinario	Fondo di riserva straordinario
ammontare al 31 dicembre 1969 .	L. 10.152.500.642	L. 7.350.033.861
aumento:		
— per assegnazione di quota parte degli utili dell'esercizio 1969 .	» 1.280.143.689	» 1.280.143.689
— per fruttato dell'impiego dei fon- di stessi conseguito nel 1970 .	» 803.496.167	» 919.331.776
	L. 12.236.140.498	L. 9.549.509.326
diminuzione:		
— per distribuzione ai partecipanti di quota parte del fruttato del- l'impiego dei fondi stessi conse- guito nel 1969 (art. 56 dello Statuto)	L. 78.020.149	L. 53.979.851
ammontare al 31 dicembre 1970 .	L. <u>12.158.120.349</u>	L. <u>9.495.529.475</u>

Profitti e perdite. — Il conto economico relativo all'esercizio 1970, che viene riportato alla fine della presente relazione, ha fatto registrare, rispetto al 1969, un incremento nelle rendite e profitti (62,4 miliardi) derivante essenzialmente dall'aumento negli interessi sulle operazioni di sconto, sulle anticipazioni e sui fondi pubblici, in parte compensato dalla diminuzione di quelli sui « conti attivi ».

Il complesso delle operazioni di sconto ha fruttato un utile superiore di 5,7 miliardi a quello del precedente esercizio, in conseguenza dell'aumento del tasso di sconto base che ha portato il rendimento medio al 4,22 per cento contro il 3,75 per cento del 1969. Per lo stesso motivo anche il rendimento medio delle anticipazioni è aumentato, raggiugnandosi al 5,49 per cento per quelle in conto corrente e al 6,47 per cento per quelle a scadenza fissa (rispettivamente 3,92 e 4,93 per cento nel precedente esercizio) e determinando un incremento di 18 miliardi nei profitti relativi a queste operazioni.

Gli interessi sui fondi pubblici di libera proprietà, pur in presenza di un rendimento percentuale (5,75 per cento) leggermente inferiore a quello del 1969, sono risultati superiori di 73,5 miliardi, in conseguenza della più che raddoppiata giacenza media (2.511,6 miliardi rispetto a 1.202,2; tav. 144).

L'andamento degli interessi sui « conti attivi » riflette soprattutto il regolamento dell'anticipazione a favore dell' UIC; al riguardo è da far presente che anche nel 1970 una quota del debito pari a 300 miliardi è stata assoggettata al tasso speciale dell' 1 per cento annuo, identico a quello applicato sui conti con il Tesoro; sulla residua esposizione gli interessi sono stati calcolati al tasso vigente per le anticipazioni e cioè al 4 per cento fino all' 8 marzo 1970 e al 5,50 successivamente. Come già avvenuto in taluni anni passati, al fine di assicurare l'equilibrio del conto economico dell'Ufficio è stata fatta una retrocessione, pari nel 1970 a 22,7 miliardi, degli interessi maturati a favore della Banca, cosicché il tasso di rendimento medio effettivo è stato del 2,02 per cento.

TAV. 144

CONSISTENZA E RENDIMENTO MEDIO DEI TITOLI DI LIBERA PROPRIETA'
(miliardi di lire)

Titoli	Consistenza di fine anno	Giacenza media	Interessi e premi	Utili su rimborsi	Rendimento %
1969					
BOT	55,0	43,1	2,07	—	4,80
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	175,0	6,13	—	3,50
Titoli di Stato	840,6	602,9	34,07	1,48	5,90
Obbligazioni: aziende autonome	132,5	62,2	4,01	0,02	6,48
per conto Tesoro	961,4	319,0	21,99	0,19	6,95
Totale	2.164,5	1.202,2	68,27	1,69	5,82
1970					
BOT	—	17,8	0,86	—	4,83
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	175,0	6,12	—	3,50
Titoli di Stato	1.347,8	1.159,4	58,86	1,49	5,21
Obbligazioni: aziende autonome	251,4	153,4	10,09	0,31	6,78
per conto Tesoro	1.446,6	1.006,0	65,83	0,96	6,64
Totale	3.220,8	2.511,6	141,76	2,76	5,75

Quanto alle spese ed oneri (280,4 miliardi, rispetto a 229,8 nel 1969) l'aumento è principalmente da imputare alle spese di amministrazione, alle ammortizzazioni diverse e agli interessi passivi.

Le spese di amministrazione, al netto dei rimborsi e trasferimenti vari, sono ammontate a 110,6 miliardi (44 miliardi più del precedente esercizio; tav. 145). A determinare l'incremento hanno concorso

SPESE DI AMMINISTRAZIONE NEL 1970

(milioni di lire)

Voci	Banca (1)	Tesoreria	Vigilanza	Stanze	Totale
<i>Oneri di personale:</i>					
<i>ripartiti</i>	41.053	12.604	4.463	574	58.694
stipendi e salari	36.353	11.579	3.736	571	52.239
quote di aggiunte di famiglia . . .	1.893	728	168	—	2.789
indennità di trasferta	2.807	297	559	3	3.666
<i>non ripartiti</i> . . . . .	....	....	....	....	51.523
<i>Acquisto di beni e servizi:</i>					
<i>ripartiti</i>	6.509	1.154	263	90	8.016
locali	322	39	3	4	368
manutenzione mobili ecc.	192	41	4	2	239
illuminazione	125	76	12	5	218
forza motrice e assicurazioni . . .	56	23	3	1	83
riscaldamento e aerazione	95	70	13	4	182
carta, registri e stampati	406	111	13	3	533
oggetti da scrittoio e vari	248	37	12	1	298
giornali, pubblicazioni e abbonamenti	108	1	3	..	112
posta, telegrafo e telefono	655	110	45	12	822
automobili	83	..	..	—	83
uniformi	43	16	..	..	59
pulizie, disinfezioni, ecc.	658	188	55	9	910
<i>non ripartiti</i> . . . . .	....	....	....	....	967
<i>Contabilità speciali:</i>					
Servizio Elaborazioni Sistemi Infor-					
mativi	2.746	442	100	49	3.337
Servizio tecnologico - Cassa speciale	772	—	—	—	772
<i>Erogazioni straordinarie</i>	—	—	—	—	357
Totale	47.562	13.758	4.726	664	119.557
<i>Rimborsi e trasferimenti contabili</i> . . .	-7.091	-1.890	—	—	-8.981
Totale come da « Profitti e Perdite » . .	40.471	11.868	4.726	664	110.576

(1) Compresa la Centrale dei rischi.

prevalentemente gli oneri di personale, accresciutisi per effetto: dell'aumento del 13 per cento sugli stipendi, salari e pensioni in vigore dal 1° gennaio 1970; dell'aumento della consistenza media annua del personale in attività di servizio e dei pensionati; della parificazione del trattamento del personale operaio femminile a quello maschile; del reinquadramento tabellare del personale; dello stanziamento di 20 miliardi per il fondo a garanzia per il trattamento di quiescenza, della revisione del trattamento di quiescenza, decorrente dal 1° maggio 1969, che ha comportato anche l'aumento dell'importo pagato per l'indennità di

fine rapporto; del maggior onere per le liquidazioni in favore del personale ex combattente; dell'aumento del numero delle cessazioni dal servizio.

Fra le spese di amministrazione, per la prima volta viene data separata evidenza alle spese per il funzionamento del Servizio elaborazioni e sistemi informativi e del Servizio tecnologico-Cassa speciale, ora accertate per mezzo di contabilità autonome. Il costo del relativo personale, che già figura nelle voci che riguardano tutto il personale della Banca, viene posto in detrazione nella voce « rimborsi e trasferimenti contabili ».

I « rimborsi e trasferimenti contabili » (9 miliardi) comprendono, tra l'altro, oltre al consueto rimborso forfettario per il servizio di tesoreria (1,9 miliardi), il costo del personale addetto ai Servizi elaborazioni e sistemi informativi e tecnologico (6 miliardi) e il rimborso da parte degli enti interessati (UIC, IMI, Cassa sovvenzioni, Italfondario ecc.) del costo del personale della Banca distaccato presso di loro (0,3 miliardi).

Nelle « ammortizzazioni diverse » (97,7 miliardi) figurano: 14,1 miliardi per assegnazione a favore dei vari fondi destinati a fronteggiare rischi e spese future; 2,3 miliardi per ammortamento di spese di impianto; 81,3 miliardi per adeguare ai prezzi di borsa di fine anno il valore di bilancio dei titoli in libera proprietà e per impiego dei fondi di riserva e dei fondi diversi accantonati. Lo scarto tra il valore nominale dei titoli e il loro valore di bilancio a fine 1970 era pari a 426 miliardi (12 per cento) contro 161 miliardi del 1969 (6 per cento).

Gli « interessi passivi » hanno presentato un aumento di 9,1 miliardi rispetto al precedente esercizio, dovuto per 8,6 miliardi a maggiori interessi corrisposti al Tesoro. Nel 1970 il conteggio degli interessi su tutti i conti con il Tesoro è stato effettuato al tasso dell'1 per cento, ma sulla parte delle disponibilità eccedente i debiti è stata liquidata una maggiorazione dell'1 per cento fino all'8 marzo e dell'1,50 per cento successivamente, in forza della nota convenzione che prevede la corresponsione, su detta eccedenza, di un compenso complessivo pari al saggio ufficiale di sconto diminuito di due punti e, in ogni caso, non superiore al 2,50 per cento. Ai fini della liquidazione dell'interesse maggiorato si tiene conto, da un lato, delle disponibilità per riserve obbligatorie in contante (al netto degli investimenti in BOT) e del conto dazi doganali, dall'altro dei debiti del Tesoro per anticipazioni straordinarie e conto corrente di tesoreria. Nel 1970 il volume della riserva obbligatoria in contante si è accresciuto, ma il debito medio annuo nel conto corrente di tesoreria è salito a 802,2 miliardi contro soli 83,4 miliardi nel 1969.

L'aumento di 2,2 miliardi nella voce « spese per la fabbricazione di biglietti » trova giustificazione nell'incremento della produzione di banconote (da 223,9 milioni di pezzi nel 1969 a 528,8 milioni nel 1970).

La voce « imposte e tasse » (21,8 miliardi) registra invece una diminuzione di 20,1 miliardi rispetto all'esercizio precedente, derivante principalmente da una riduzione di 21,2 miliardi nelle imposte di ricchezza mobile e sulle società, dovuta al fatto che, soprattutto per la perdita derivante dalla svalutazione dei titoli, le risultanze dell'esercizio si presentano fiscalmente negative ai fini della prima imposta e comportano un onere limitato alla somma di 1,8 miliardi per quanto concerne quella sulle società. Vi è stato per contro un aumento di 3,2 miliardi nell'ammontare dell'«imposta di bollo sulla circolazione dei biglietti», per effetto della espansione della circolazione delle banconote e dei vaglia cambiari. A carico del 1969 vi erano poi state iscrizioni a ruolo di tributi locali relativi a esercizi precedenti che sono mancate nel 1970.

Utili. — In applicazione degli artt. 54 e 57 dello Statuto, udita la relazione dei Sindaci, il Consiglio superiore ha proposto e il Ministero del tesoro ha autorizzato la seguente ripartizione dell'utile netto di lire 18.195.839.448 conseguito nell'esercizio 1970:

— al fondo di riserva ordinario nella misura del 20 %	L.	3.639.167.890
— ai partecipanti nella misura del 6 % sul capitale	»	18.000.000
— al fondo di riserva straordinario nella misura di un ulteriore 20 %	»	3.639.167.890
— ai partecipanti nella misura del 4 % sul capitale ad integrazione del dividendo	»	12.000.000
— allo Stato la rimanenza di	»	10.887.503.668
Totale		<u>L. 18.195.839.448</u>

Dell'importo devoluto allo Stato, 10,3 miliardi concernono la copertura della spesa derivante dagli oneri di cui al Decreto Legge 14 gennaio 1970, che addebitava al bilancio statale il premio da attribuire alle cartelle fondiarie emesse o da emettere entro il 31 dicembre 1971 al tasso nominale del 5 per cento.

A norma dell'art. 56 dello Statuto, il Consiglio superiore ha proposto inoltre la distribuzione ai partecipanti, a valere sul fruttato dei fondi di riserva ordinario e straordinario, di un ulteriore 46 per cento del capitale, pari a 138 milioni. Questo importo corrisponde allo 0,79 per cento dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 1969 ed è quindi inferiore al limite massimo (4 per cento) stabilito dal citato art. 56.

IL GOVERNATORE
GUIDO CARLI

RELAZIONE DEI SINDACI
SUL LXXVII ESERCIZIO
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 1970
DELLA BANCA D'ITALIA

Signori Partecipanti,

il bilancio dell'esercizio 1970, che viene sottoposto alla Vostra approvazione, chiude con una eccedenza attiva di L. 18.195.839.448, superiore di L. 11.795.121.004 a quella risultante dal conto inerente all'esercizio 1969.

Le partite che costituiscono lo *Stato patrimoniale ed il Conto economico* sono le seguenti:

Stato patrimoniale:

Attività (esclusi i conti d'ordine)	. . .	L.	11.580.671.884.657
Capitale e riserve	. L.		21.953.649.824
Passività (esclusi i			
conti d'ordine)	»	11.540.522.395.385	» 11.562.476.045.209
Eccedenza attiva	. . .	L.	<u>18.195.839.448</u>

Conto perdite e profitti:

Rendite e profitti		L.	298.594.962.848
Spese ed oneri		»	<u>280.399.123.400</u>
Utile di esercizio	. . .	L.	<u>18.195.839.448</u>

I conti d'ordine si pareggiano nell'importo di L. 11.352.661.893.247, rappresentando tale cifra il complesso dei depositi in titoli e valori diversi nonché le partite ammortizzate nei passati esercizi.

I fondi di riserva, ordinario e straordinario, ammontano, al 31 dicembre 1970, a L. 21.653.649.824.

All'onere conseguente alla notevole svalutazione dei titoli, sia di libera proprietà che per l'impiego dei fondi di riserva e di accantonamento, effettuata per l'adeguamento del valore di bilancio ai prezzi cor-

renti al 31 dicembre 1970, è stato provveduto per una notevole parte a carico del Conto economico e per la rimanenza mediante prelevamento dal « Fondo oscillazione titoli ».

I fondi accantonati, dopo le assegnazioni a carico dell'esercizio e il cennato prelevamento ammontano al 31 dicembre 1970 complessivamente a L. 406.862.230.919.

La riserva matematica inerente al fondo integrativo di quiescenza per il personale è stata adeguatamente calcolata.

Le spese di amministrazione risultano in notevole aumento rispetto a quelle dell'esercizio 1969.

Per quanto riguarda le « rendite e i profitti » si rileva, nei confronti dell'esercizio precedente, un notevole incremento alla voce « interessi sui fondi pubblici ».

Le imposte a carico dell'esercizio ammontano a L. 21.756.380.491.

Abbiamo esaminato le singole impostazioni di bilancio confrontandole con le scritture tenute presso la Ragioneria, risultando del tutto confermate le cifre e le valutazioni. I risconti ed i ratei sono calcolati opportunamente e col nostro accordo.

Sugli utili dell'esercizio 1970 — L. 18.195.839.448 — il Consiglio superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 54 dello Statuto, il seguente riparto:

—	al fondo di riserva ordinario, nella misura del 20 per cento	L. 3.639.167.890
—	ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento »	18.000.000
—	al Fondo di riserva straordinario, nella misura di un ulteriore 20 per cento . . . »	3.639.167.890
—	ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo »	12.000.000
—	al Tesoro dello Stato, la rimanenza di . . . »	10.887.503.668
	Totale	<u>L. 18.195.839.448</u>

Inoltre il Consiglio superiore, a norma dell'art. 56 dello Statuto, propone l'assegnazione al capitale di un importo di L. 138.000.000 da prelevare dai fondi di riserva corrispondente al 46 per cento dell'ammontare del capitale stesso. Tale prelevamento corrisponde allo 0,79 per cento dell'importo dei fondi di riserva e, cioè, entro il limite fissato dal suddetto art. 56.

Abbiamo seguito l'attività degli uffici periferici e possiamo confermare l'efficace collaborazione dei signori Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo sentito ringraziamento e vivo compiacimento.

Durante l'anno abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio superiore e del Comitato ed abbiamo regolarmente eseguito gli accertamenti ed i controlli periodici delle consistenze di cassa, nonché dei valori della banca e dei terzi.

Signori Partecipanti,

Vi invitiamo ad approvare il Bilancio dell'esercizio 1970 — nel suo stato patrimoniale e nel suo conto dei « profitti e perdite » — e a deliberare il progetto di ripartizione dell'utile, nonché l'assegnazione al capitale ai sensi dell'art. 56 dello Statuto.

Nel rassegnare il mandato che ci avete conferito, Vi ringraziamo della fiducia di cui ci avete onorato.

I SINDACI

DOMENICO AMODEO

ALBERTO CAMPOLONGO

RAFFAELE D'ADDARIO

BRUNO DE MORI

GIUSEPPE GUARINO

SITUAZIONE GENERALE
E CONTO PROFITTI E PERDITE

SITUAZIONE GENERALE

A T T I V O		
Oro in cassa	L.	1.804.206.790.568
Cassa	»	39.063.217.853
Portafoglio su piazze italiane	»	1.035.325.418.071
Effetti ricevuti per l'incasso	»	329.675.492
Anticipazioni	»	841.736.062.520
Ufficio Italiano dei Cambi - Conto corrente	»	1.687.334.960.460
Titoli dello Stato o garantiti dallo Stato	»	3.220.784.489.883
Immobili per gli uffici	»	1
Debitori diversi	»	943.341.850.574
Anticipazioni al Tesoro - Straordinarie	»	339.000.000.000
Conto corrente del Tesoro per il Servizio di Tesoreria	»	1.591.564.702.504
Servizi diversi per conto dello Stato	»	77.984.716.731
		L.
Depositi in titoli e valori diversi	»	11.580.671.884.657
		L.
Partite ammortizzate nei passati esercizi	»	22.931.564.314.088
		L.
TOTALE GENERALE	L.	22.933.333.777.904

Verificato conforme ai libri di contabilità. — Roma, 12 maggio 1971

I SINDACI

DOMENICO AMODEO
ALBERTO CAMPOLONGO
RAFFAELE D'ADDARIO
BRUNO DE MORI
GIUSEPPE GUARINO

IL RAGIONIERE GENERALE

ARMANDO PESCATORE

AL 31 DICEMBRE 1970

ANNO SETTANTASETTESIMO

P A S S I V O

Circolazione	L.	6.619.135.962.000
Vaglia cambiari, assegni ed altri debiti a vista della Banca	»	192.883.784.222
Depositi in conto corrente liberi	»	284.229.262.552
Conti correnti vincolati	»	3.304.850.940.253
Creditori diversi	»	1.139.422.446.358
Utili netti dell'esercizio	»	18.195.839.448
	L.	11.558.718.234.833
Capitale sociale	L.	300.000.000
Fondo di riserva ordinario	»	12.158.120.349
Fondo di riserva straordinario	»	9.495.529.475
		21.953.649.824
	L.	11.580.671.884.657
Depositanti	L.	11.350.892.429.431
	L.	22.931.564.314.088
Partite ammortizzate nei passati esercizi	»	1.769.463.816
TOTALE GENERALE	L.	22.933.333.777.904

IL GOVERNATORE

GUIDO CARLI

PROFITTI E PERDITE

ANNO

SPESE ED ONERI		
Spese di amministrazione	L.	110.576.277.205
Spese per i Funzionari	»	348.206.854
Spese per trasporto biglietti ed altri valori	»	166.187.312
Spese per la fabbricazione di biglietti	»	5.397.660.342
Spese per gli immobili	»	1.401.799.296
		117.890.131.009
Imposta di bollo sulla circolazione dei biglietti e dei titoli nominativi a vista	L.	18.045.244.900
Imposte di ricchezza mobile e sulle società	»	1.800.000.000
Imposte e tasse diverse	»	1.911.135.591
		21.756.380.491
Ammortizzazioni diverse	L.	97.713.837.914
Interessi passivi	»	42.732.441.487
Erogazioni per opere di beneficenza e di utilità pubblica	»	306.332.499
		280.399.123.400
Utili da ripartire	»	18.195.839.448
TOTALE		L. 298.594.962.848

RIPARTICIONE

Alla Riserva ordinaria	
Alla Riserva straordinaria	
Ai Partecipanti	
Al Tesoro dello Stato	

TOTALE DEGLI UTILI

Verificato conforme ai libri di contabilità. — Roma, 12 maggio 1971

I SINDACI

DOMENICO AMODEO
ALBERTO CAMPOLONGO
RAFFAELE D'ADDARIO
BRUNO DE MORI
GIUSEPPE GUARINO

IL RAGIONIERE GENERALE

ARMANDO PESCATORE

CONTO GENERALE

1970

RENDITE E PROFITTI

Interessi sulle operazioni di sconto	L.	53.015.453.194	
Interessi sulle anticipazioni	»	63.327.861.432	
Interessi sui conti attivi	»	22.642.466.324	
Provvigioni e diritti di custodia	»	3.302.073.203	
Utili sulle operazioni con l'estero	»	483.209.469	
Benefizi diversi	»	13.773.157.439	156.544.221.061
Interessi sui fondi pubblici	L.	141.763.490.419	
Proventi degli immobili	»	287.251.368	142.050.741.787
TOTALE L.			298.594.962.848

DEGLI UTILI

.	L.	3.639.167.890
.	»	3.639.167.890
.	»	30.000.000
.	»	10.887.503.668
DA RIPARTIRE	L.	18.195.839.448

IL GOVERNATORE

GUIDO CARLI

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 1970

CONSIGLIO SUPERIORE

CARLI Guido	– GOVERNATORE - <i>Presidente</i>
BAFFI Paolo	– DIRETTORE GENERALE
OSSOLA Rinaldo	– VICE DIRETTORE GENERALE
OCCHIUTO Antonino	– VICE DIRETTORE GENERALE - <i>Segretario</i>

CONSIGLIERI SUPERIORI

BARNABO' Alessandro	FANTOLA Luigi
BORSELLINO CASTELLANA Guido	FONDA SAVIO Antonio *
CARBONE Gaetano *	MORODER Lucio
CARUSO Umberto *	MORONE Remo
D'AMELIO Carlo	PARODI Giambattista *
DEL BALZO Giovanni Battista	POGGI Giovanni
de MICHELI Danilo	

* Membro del Comitato del Consiglio Superiore.

SINDACI EFFETTIVI

AMODEO Domenico	DE MORI Bruno
CAMPOLONGO Alberto	GUARINO Giuseppe
D'ADDARIO Raffaele	

SINDACI SUPPLEMENTI

BENEDETTI Michele	CONFALONIERI Antonio

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

VERNUCCI Alfredo (*)	– DIRETTORE CENTRALE
RUTA Guido	– AVVOCATO GENERALE
MASERA Francesco	– CONSIGLIERE ECONOMICO
BISERNI Paolo	– DIRETTORE CENTRALE PER LA VIGILANZA SULLE AZIENDE DI CREDITO
SANTOPONTE Giovanni	– SEGRETARIO GENERALE
PESCATORE Armando	– RAGIONIERE GENERALE
ERCOLANI Mario	– DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITA' OPERATIVE

(*) Distaccato quale Direttore presso l'Ufficio italiano dei cambi.