

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 1974

ANNO 1973 (LXXX)

CONSIDERAZIONI FINALI

CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

perfezionata la necessaria modifica statutaria, sono stati avviati i provvedimenti per l'attuazione del progetto di decentramento che si propone di trasferire alle direzioni delle Filiali site in comuni capoluoghi di regione, nei limiti stabiliti dai regolamenti interni e con riferimento all'intero territorio regionale, l'espletamento di compiti di coordinamento dell'attività delle altre Filiali nonché di compiti attribuiti alla Banca in materia di vigilanza bancaria. L'efficacia di tale decentramento è legata all'ulteriore impegno, specialmente di ordine qualitativo, che viene richiesto alle Filiali e all'intensificazione dei rapporti fra queste e l'Amministrazione centrale, in modo da poter associare i vantaggi del mantenimento dell'unità di indirizzo con quelli dell'acquisizione di una maggiore speditezza delle procedure. Nel giugno scorso, inoltre, è entrato in funzione il nuovo ordinamento operativo-contabile delle Filiali, che si avvale, come già in essere per il servizio di tesoreria provinciale, delle moderne tecniche di trasmissione ed elaborazione automatica dei dati in un colloquio diretto fra l'unità centrale e quelle periferiche.

Queste ed altre attività di rinnovamento e aggiornamento tecnico si svolgono nel momento in cui si accentua il passaggio di generazioni nei quadri della Banca. Siffatto passaggio non avviene senza creare problemi; si perde l'apporto di capacità tecniche e umane, maturate in lunghe esperienze di lavoro. L'immissione delle nuove generazioni — che in misura ancora più ampia che in passato hanno contribuito, in particolare nel Servizio Studi, alla stesura della presente Relazione — consente d'altro lato di fidare in una più agevole introduzione di nuovi sistemi operativi, pur se ciò implica una più solerte cura dell'Amministrazione per un'opera formativa e informativa a tutti i livelli che deve trovare la sua prima area di intervento nell'esplicazione quotidiana del lavoro e in un più intenso scambio di conoscenze.

Nel processo di adeguamento delle strutture e dei metodi sono e saranno tenute nella piú aperta considerazione le proposte e le aspirazioni del personale, purché restino nettamente delineate le responsabilità di ciascuno, nel rispetto di una insopprimibile esigenza della comunità di lavoro e dei singoli suoi membri. E' deciso intento dell'Amministrazione di perseguire con ulteriore fervore il fine di una gestione efficiente e moderna nel rispetto di una democrazia sostanziale e quindi nella reciproca consapevolezza di doveri e di diritti.

LA CRISI DEL PETROLIO E I SUOI RIFLESSI SUL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

La presentazione all'Assemblea dei Partecipanti della Relazione sull'esercizio 1973 avviene in un periodo nel quale i dirigenti degli istituti di emissione non possono non manifestare l'angoscia con la quale assistono all'accadere di fenomeni inflazionistici di intensità senza precedenti. Il biglietto di banca emesso da quegli Istituti reca la traccia dell'obbligazione antica di garantirne la convertibilità in moneta metallica. L'obbligazione rispondeva al convincimento che la convertibilità avrebbe posto il potere di acquisto dell'unità monetaria al riparo dalla discrezionalità dei parlamenti e dei governi. Fu adempiuta lungo gli anni nei quali i ceti sociali dominanti sul piano interno e su quello internazionale osservarono regole di comportamento coerenti con il sistema che essi accettavano e del quale imponevano l'accettazione. Nell'estate del 1914 quel sistema si infranse.

L'antitesi fra le parti sociali è divenuta piú aspra e non sempre riconducibile al modello convenzionale della lotta di classe; nel loro interno si sono approfonditi contrasti suscitati da diversità di potere contrattuale esasperate dall'estensione del settore pubblico e dalla suddivisione di esso in corpi autonomi, insofferenti di limitazioni della propria indipendenza. La somma delle domande delle parti sociali sul prodotto nazionale tende ad eccedere le dimensioni di questo; l'inflazione è divenuta il modo attraverso il quale la somma delle domande è ricondotta entro quelle dimensioni. L'inflazione « rende compatibile il sistema delle aspirazioni distributive con il flusso reale delle risorse. Quanto piú i singoli operatori o gruppi riescono a difendersi dall'effetto riduttivo dell'inflazione sul loro potere di acquisto, tanto piú ristretta diventa la superficie sulla quale l'erosione del potere

d'acquisto deve compiersi e tanto maggiore sarà, *ceteris paribus*, il tasso di inflazione ».

La conquista dell'autonomia da parte di nazioni soggette alla dominazione coloniale produce tra i paesi effetti redistributivi di reddito non diversi da quelli in atto all'interno di ciascuna nazione per causa della contesa fra operatori o gruppi. Mutano i rapporti secondo i quali si scambiano materie prime e prodotti, e quote più alte del reddito dei paesi trasformatori devono essere trasferite ai paesi dai quali essi traggono i rifornimenti.

La stessa presa di coscienza del limite entro il quale conviene contenere la devastazione del patrimonio naturale conduce ad un abbassamento della produttività immediata del sistema. La maggiore difficoltà di accesso alle materie prime e alle fonti energetiche e il maggior rispetto dell'ambiente si ripercuotono in aumenti dei costi, in quegli stessi settori nei quali in passato l'incremento di produttività compensava gli sprechi di altri settori.

Il processo inflazionistico legato ai descritti fattori strutturali interagiva con la crisi monetaria internazionale in due modi.

Da un lato, l'inflazione veniva esaltata dalla espansione della liquidità internazionale, ma ad un tempo esaltava la domanda di essa; essendosi rifiutato di soddisfare quella domanda mediante l'aumento del prezzo dell'oro, diveniva necessario, in assenza di alternative, esaudirla con la creazione dell'unica moneta universalmente accettata: il dollaro. Appagare questa esigenza senza modificare il prezzo ufficiale dell'oro divenne impossibile: fu necessità recidere il legame con il metallo, al fine di rendere compatibile l'offerta di quella moneta con la domanda di essa. I meccanismi moltiplicativi operanti attraverso il mercato dell'eurodollaro accrescevano il carattere endogeno della creazione di moneta internazionale.

Dall'altro lato, la necessità di contenere la propagazione del processo inflazionistico induceva alcuni paesi ad introdurre la flessibilità dei cambi; il ricorso ad essa si estendeva quando i processi inflazionistici si manifestavano fra i diversi paesi con differente grado di intensità. La crescente divergenza fra i saggi di inflazione spingeva i paesi in avanzo a difendersi dall'inflazione importata apprezzando la propria moneta, mentre quelli in disavanzo cercavano di riequilibrare i conti con l'estero attraverso il deprezzamento della propria. Si ampliava l'area dell'incertezza, le propensioni speculative risultavano accentuate e contribuivano esse stesse ad accrescere l'incertezza.

L'exasperazione delle pressioni inflazionistiche, non dominabili con il ricorso a politiche monetarie compatibili con l'attuale assetto sociale, logorava la credibilità di quelle autorità alle quali l'opinione pubblica attribuisce la responsabilità della difesa del potere d'acquisto della moneta.

Il dibattito intorno ai principi ai quali avrebbe dovuto ispirarsi la riforma del sistema monetario internazionale aveva condotto ad un largo consenso su alcuni di essi: *a)* porre tutti i paesi, deficitari o eccedentari, indipendentemente dalla loro dimensione economica, in una condizione di uguaglianza rispetto all'accettazione del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti; *b)* introdurre nel sistema stimoli atti a promuovere sollecitamente processi di aggiustamento imperniati su parità fisse ma aggiustabili; *c)* impedire il finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti con l'accrescimento della liquidità internazionale costituita da una moneta di riserva; *d)* adeguare all'espansione degli scambi la liquidità mediante la creazione di una moneta astratta sotto il controllo della comunità internazionale; *e)* sollevare l'oro dall'ufficio di misuratore dei valori e ricondurlo alla condizione di merce, consentendo scambi fra banche centrali sulla base di prezzi dedotti da quelli di mercato.

All'indomani degli annunci degli aumenti dei prezzi del petrolio, le istituzioni internazionali hanno ammonito che il mondo muove verso una nuova condizione, caratterizzata da imponenti avanzi e disavanzi di bilancia dei pagamenti, rispettivamente dei paesi esportatori e dei paesi importatori. Esse hanno sollecitato i paesi importatori ad astenersi dal ricercare nel breve periodo il ristabilimento dell'equilibrio delle bilance dei pagamenti correnti; in caso contrario, vi sarebbero svalutazioni competitive e restrizioni quantitative. In definitiva il sistema monetario internazionale dovrebbe essere adattato alla esigenza di accogliere nel corso di alcuni anni ampi squilibri di bilance dei pagamenti.

In attesa di una soluzione concordata fra le autorità monetarie, il finanziamento degli squilibri è stato affidato al ricorso al mercato dell'eurodollaro e delle eurovalute. Quando il finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori si compie mediante il trasferimento di dollari prelevati dalle riserve depositate negli Stati Uniti ai paesi esportatori e questi li depositano presso le banche dell'euromercato, la capacità di espansione del credito da parte di esso aumenta. Se le banche centrali dei paesi importatori prendono in prestito in quel mercato le stesse somme che vi sono affluite, le riserve globali lorde espresse in dollari si duplicano.

La successione dei movimenti finanziari descritti potrebbe indurre a concludere che il mercato dell'eurodollaro consenta di finanziare disavanzi di dimensioni illimitate. Sembra che esso fornisca un margine di elasticità superiore a quello ottenibile se, in tutto o in parte, i fondi trasferiti dagli importatori agli esportatori di petrolio fossero da questi ultimi depositati nei singoli mercati nazionali; questi sono soggetti ai controlli delle banche centrali, non così il mercato dell'eurodollaro. Ma sarebbe erroneo dedurre da tale constatazione che la capacità espansiva di questo mercato non incontri confini: invero, oltre certi limiti di importo, i datori di fondi potrebbero preferire spostarli verso il mercato degli Stati Uniti ed eventualmente investirli colà in titoli azionari, sollevando problemi per la liquidità del sistema; ma soprattutto i prenditori di fondi, nel corso del tempo, potrebbero urtare singolarmente contro il limite costituito dalla valutazione data dal mercato della loro idoneità ad attingere credito.

Se la dimensione degli squilibri da finanziare restasse dell'ordine di grandezza stimato per il 1974, e se il finanziamento dei disavanzi degli importatori di petrolio avvenisse nella sua totalità attraverso il meccanismo dell'euromercato, nel corso di tre anni il volume degli euro-depositi potrebbe raggiungere quello dei mezzi di pagamento in essere negli Stati Uniti. Un numero limitato di banche, non assoggettate a controlli, sarebbe in condizioni di amministrare questo volume di mezzi monetari, mentre all'interno degli Stati Uniti essi sono disseminati fra parecchie migliaia di banche operanti in un mercato fortemente concorrenziale, controllato da un sistema autorevole come quello della Riserva federale. Seguitare a finanziare gli squilibri legati ai rifornimenti di petrolio attraverso questo meccanismo significa concedere una delega ai centri finanziari internazionali sul futuro delle politiche economiche dei paesi consumatori, aggravando la condizione nella quale versano i più deboli, costringendoli eventualmente ad un ridimensionamento della loro quota di commercio internazionale mediante restrizioni.

Da più parti sono stati dati avvertimenti sui pericoli nascenti da una situazione nella quale il dollaro diviene, ad un tempo, la moneta più domandata e la più offerta: quanto maggiore è la quantità di essa tenuta dai paesi esportatori di petrolio, tanto più cresce la possibilità di conversioni repentine in altre monete. Si rinnovano le ondate massicce di capitali a volte in direzione del dollaro, a volte dal dollaro verso monete o beni che offrano una migliore garanzia del potere di acquisto. Il rafforzamento del dollaro non protegge contro la violenza

di movimenti di capitali erratici: difficilmente altre monete potrebbero sostituirsi ad esso come strumento universale per i regolamenti internazionali, ma nei momenti di inquietudine generale esse rappresentano un'alternativa-rifugio.

All'aumento dei fondi liquidi si associa un loro piú alto grado di mobilità; essi si spostano da una banca all'altra, da un mercato all'altro, da una valuta all'altra; si accresce il pericolo di crisi di liquidità e si ampliano le oscillazioni dei cambi.

Queste preoccupazioni ci hanno indotto ad imporre alle banche italiane di equilibrare le scadenze fra operazioni attive e passive effettuate in valuta e di pareggiare la posizione in cambi complessiva, calcolata non piú globalmente, ma separatamente per le seguenti valute o gruppi: dollaro degli Stati Uniti, valute dei paesi membri della Comunità economica europea, altre valute di conto valutario. Inoltre abbiamo assoggettato a controllo l'attività dei *money brokers* operanti in Italia, chiedendo fra l'altro di segnalare all'Ufficio italiano dei cambi le operazioni concluse in ciascun mese tra residenti e tra questi e non residenti. Da queste segnalazioni si rileva che tale attività di intermediazione è dell'ordine di grandezza di 10 miliardi di dollari al mese.

Sembra dunque indispensabile che i paesi interessati riducano la propria dipendenza dai mercati liberi internazionali, programmando il finanziamento dei disavanzi in modi atti a restringere il processo moltiplicativo della liquidità internazionale in dollari. Ma questa politica richiede che le soluzioni bilaterali cedano il posto a quelle multilaterali.

L'aumento del prezzo del petrolio ha rappresentato un'azione di rottura nei confronti del modello finora accettato di ripartizione del prodotto mondiale. La rivendicazione di una quota di partecipazione piú ampia si è espressa in comportamenti di tipo oligopolistico, o quasi monopolistico, così come all'interno dei singoli paesi essa si impernia sull'organizzazione oligopolistica dei mercati dei fattori produttivi e dei prodotti.

Quell'aumento ha creato un problema generale: colpisce tutti i paesi, ma colpisce in forma acuta un numero ristretto di essi. Ve ne sono alcuni che dipendono piú di altri dalle importazioni di petrolio. Questa distribuzione dell'impatto economico dell'aumento del prezzo accentua la differenziazione fra i vari paesi, per effetto delle diverse capacità di finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti; le diffi-

coltà si propagano dai piú deboli ai piú forti, fino ad investire l'intera comunità internazionale. In definitiva, il mutamento della ripartizione del prodotto mondiale mediante l'aumento traumatico del prezzo del petrolio esaspera l'instabilità dei prezzi e dei cambi.

Il finanziamento del disavanzo petrolifero non può essere affidato ad un solo meccanismo di creazione di mezzi di pagamento internazionali, poiché nessun meccanismo sarebbe attualmente in grado di assolvere da solo compiti di tale complessità; occorre convergere nella ricerca comune di soluzioni nelle quali concorrano consumatori e produttori, arricchendo il sistema di nuove possibilità di finanziamento.

La creazione di diritti speciali di prelievo da parte del Fondo monetario internazionale in quantità adeguata consentirebbe di distribuire il carico del finanziamento degli squilibri fra mezzi di pagamento internazionali diversi dal dollaro; ma urta contro atteggiamenti di ostilità. Una speciale facilitazione di credito avrebbe l'effetto di non ampliare la liquidità internazionale in dollari, alla condizione che il finanziamento di quella facilitazione fosse concesso dagli esportatori di petrolio. La disposizione di questi ultimi sembra orientata verso un concorso contenuto in limiti modesti.

La complessità dei problemi impone la restituzione all'oro della funzione di mezzo di regolamento dei saldi delle bilance dei pagamenti. Lo scorso anno affermammo che una soluzione alternativa a quella dell'aumento del prezzo ufficiale dell'oro « potrebbe essere quella della soppressione della nozione stessa di prezzo ufficiale. In questo caso, le banche centrali potrebbero scambiare il metallo fra di loro sulla base di un prezzo concordato e cederlo ed acquistarlo nel libero mercato ».

Nel mese di aprile di quest'anno i ministri finanziari e i governatori degli istituti di emissione della Comunità hanno esaminato la possibilità che le banche centrali effettuino scambi di oro ad un prezzo derivato da quello del mercato. Le intese fra banche centrali sarebbero definite liberamente e nessuna di esse avrebbe l'obbligo di comprare e di vendere.

Non vi è stata concordanza di opinioni sull'attribuzione della facoltà di comprare oro dal mercato, se dall'esercizio di essa derivasse nel medio periodo un aumento dell'oro posseduto globalmente dalle banche centrali. Alla obiezione che la facoltà di operare in una direzione soltanto, in assenza di intese fra banche centrali, potrebbe provocare oscillazioni di prezzo piú ampie, è stato opposto che una solu-

zione potrebbe ottenersi mediante la creazione di uno « stock cuscinetto »: a questo le banche centrali cederebbero oro ricevendone in pagamento valute anticipate da altre banche centrali; lo « stock cuscinetto » venderebbe gradualmente l'oro al mercato e restituirebbe le valute riscosse alle banche prestatrici; l'amministrazione dello « stock » sarebbe affidata ad una istituzione internazionale. Il Fondo monetario internazionale, se ad esso fosse conferito quel mandato, diverrebbe il collettore dell'oro venduto o dato in pegno dalle banche centrali; il Fondo emetterebbe in contropartita diritti speciali di prelievo e procederebbe al collocamento ordinato dell'oro nel mercato.

I ministri e i governatori hanno convenuto che le intese raggiunte devono essere poste in essere nel quadro della collaborazione con gli Stati Uniti e con gli altri paesi interessati; la gravità dei problemi del momento impone a tutti, ed a noi in particolare, di ricercare le soluzioni attraverso il rafforzamento di quella collaborazione.

Le soluzioni indicate consentirebbero di mobilitare l'oro attualmente congelato nelle riserve delle banche centrali. Conviene riconoscere però che, se anche fossero poste in essere, gli squilibri nascenti dagli attuali prezzi del petrolio continuerebbero ad esplicare effetti dirompenti sul sistema. L'esperienza conferma quanto fosse fondato attribuire alla crisi in atto la qualificazione di « ingovernabile »; avvalorata la tesi secondo la quale i maggiori importatori di petrolio prima, ed essi insieme con gli esportatori poi, avrebbero dovuto ricercare insieme soluzioni atte ad impedire la disintegrazione del sistema multilaterale degli scambi internazionali. Nel corso della conferenza indetta a Washington nel febbraio scorso su iniziativa del governo degli Stati Uniti, se si eccettuano i ministri finanziari della Germania e dell'Italia, le delegazioni hanno mancato di assumere l'impegno dal quale tutti avrebbero tratto giovamento.

Il nostro interesse converge con quello dei maggiori importatori e, crediamo, con quello degli esportatori, verso accordi su soluzioni globali; convenire relazioni di prezzo fra petrolio e prodotti industriali atte a consentire, nel medio periodo, la soppressione degli squilibri delle bilance dei pagamenti e, nel breve periodo, il loro finanziamento ordinato è la condizione necessaria per la continuità del funzionamento del sistema degli scambi.

All'indomani dell'annuncio dei provvedimenti concernenti l'istituzione del deposito obbligatorio sulle importazioni attuati dal nostro paese, il Dipartimento di stato americano ha affermato che la con-

dizione nella quale l'Italia è stata costretta ad assumere i provvedimenti sottolinea l'urgenza di raggiungere efficaci accordi internazionali, al fine di risolvere razionalmente i gravi problemi posti dalla crisi energetica.

Un cerchio di contraddizioni stringe oggi comportamenti che divengono sempre più incompatibili con il mantenimento di un sistema di scambi ispirato alle concezioni dalle quali trassero origine le grandi istituzioni internazionali: FMI, GATT e CEE. Si riconosce l'opportunità che i paesi in disavanzo di bilancia dei pagamenti per effetto dell'aumento dei prezzi del petrolio si astengano dal promuovere nel breve periodo il ristabilimento dell'equilibrio. Nello stesso tempo si rifiuta la creazione di diritti speciali di prelievo in quantità idonee al finanziamento dei disavanzi; si oppongono resistenze al tentativo di creare adeguate disponibilità di speciali facilitazioni di credito con il concorso dei paesi esportatori di petrolio; si ritarda ogni soluzione atta a restituire mobilità all'oro nel circuito dei pagamenti internazionali o addirittura la si respinge. Si affida il finanziamento degli squilibri al mercato dell'eurodollaro, accettando che le dimensioni di esso crescano in proporzioni abnormi e introducendo nel sistema monetario internazionale ulteriori elementi di incertezza che esasperano i movimenti speculativi. Si incitano i paesi in disavanzo a ristabilire rapidamente l'equilibrio globale; non appena alcuni prendono provvedimenti orientati in questa direzione, le vocazioni mercantilistiche si manifestano prepotenti.

IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1973

La convinzione che l'inasprirsi dell'inflazione avrebbe spinto verso l'alto il prezzo dell'oro nel mercato libero e che, prima o poi, si sarebbe posto il problema della abrogazione del divieto di cessione al mercato da parte delle banche centrali e dei criteri secondo i quali effettuare la determinazione del prezzo negli scambi fra di esse ci indusse, nel giugno del 1972, ad insistere affinché il metallo fosse escluso dai regolamenti dei debiti e dei crediti nascenti dagli interventi nei mercati dei cambi per difendere margini ristretti di oscillazione delle monete comunitarie intorno alle rispettive parità. La soluzione accolta in quel tempo fu di consentire al nostro paese di effettuare gli interventi in dollari; così l'Italia mantenne intatte le riserve auree, nonostante gli ingenti disavanzi di bilancia dei pagamenti.

L'esperienza condusse poi ad una modificazione degli accordi intracomunitari: i regolamenti in oro sarebbero stati effettuati rinviando la definizione del prezzo al momento in cui fosse decisa la posizione dell'oro in occasione della riforma del sistema monetario. Di fatto i regolamenti in oro vennero abbandonati. In seguito fu estesa la possibilità di eseguire interventi in monete comunitarie o in dollari anche entro i margini comunitari.

Nonostante questi adattamenti, il sistema non ha resistito alle tensioni alle quali è stato sottoposto per effetto della divergenza delle politiche economiche e monetarie. Si comincia ad ammettere la opportunità, riprendendo una proposta avanzata da parte italiana all'inizio dell'esperienza di fluttuazione congiunta, di sostituire ad essa una fluttuazione concertata e cioè quella nella quale le monete della Comunità oscillerebbero insieme nei confronti delle monete non comunitarie senza l'obbligo per gli istituti di emissione di comunicare al mercato i limiti di intervento.

Nel periodo lungo il quale l'Italia intervenne in sostegno della lira per mantenerne la quotazione entro i margini comunitari, ossia fra il giugno 1972 e il febbraio 1973, gli interventi lordi nel mercato dei cambi furono di 4.860 milioni di dollari; fra il febbraio e il dicembre 1973, essi furono di 2.710 milioni. In totale ammontarono a 7.570 milioni. Nei primi tre mesi del 1974 sono stati di 3.160 milioni, a causa dell'imponente disavanzo non petrolifero e petrolifero della bilancia dei pagamenti. Nell'arco di tempo compreso fra il giugno 1972 e il marzo 1974, gli interventi lordi sono stati quindi di 10.730 milioni di dollari; depurati delle operazioni *swap* con banche italiane, sono stati di 8.850 milioni.

Nonostante interventi di quest'ordine di grandezza, il cambio effettivo della lira nei confronti delle monete dei paesi con i quali si svolge il nostro commercio ha subito un deprezzamento ponderato di circa il 16-17 per cento rispetto al febbraio 1973.

Dall'inizio della fluttuazione, il cambio della lira nei confronti del dollaro ha oscillato fra un minimo di 561,90 e un massimo di 672,50. Se avessimo partecipato alla fluttuazione congiunta, avremmo dovuto difendere quotazioni che avrebbero oscillato fra un minimo di 459,55 e un massimo di 576,30. Esprimiamo la certezza che i mercati non avrebbero creduto nella nostra capacità di difendere quotazioni su questi livelli e che la perdita di riserve necessaria per quella difesa sarebbe stata assai maggiore di quella che di fatto abbiamo subito. La

menzionata escursione della quotazione della lira rispetto al dollaro è risultata meno ampia di quella del marco e delle monete ad esso legate; cioè la instabilità dei cambi nelle nostre relazioni esterne alla Comunità sarebbe stata maggiore di quella di fatto avvertasi.

Le disponibilità valutarie necessarie per far fronte agli interventi netti per 8.850 milioni di dollari sono state ottenute mediante l'accensione di prestiti nel mercato dell'eurodollaro e mediante l'attivazione del sostegno a breve termine nell'ambito della Comunità. Essendo il sostegno costituito da crediti alla Banca d'Italia, la posizione netta sull'estero della Banca e dell'Ufficio italiano dei cambi ha presentato una diminuzione di 2.160 milioni di dollari. Conviene ricordare in proposito che al sostegno hanno partecipato tutte le banche centrali dei paesi della Comunità, anche di quelli con difficoltà di bilancia dei pagamenti. Questa manifestazione di solidarietà prova la volontà di mantenere in essere il processo di integrazione. La proposta della Commissione di consolidare il sostegno a breve termine sarà esaminata entro il mese di settembre.

Nel corso del mese di aprile è stata perfezionata una operazione di prestito della Mediobanca nel mercato dell'eurodollaro di 1.200 milioni. L'ammontare dei prestiti compensativi contratti negli ultimi due anni ascende così alla cifra di 10.500 milioni di dollari. Le scadenze si addensano nel 1975 e nel periodo compreso fra il 1979 e il 1983; l'ammontare degli interessi fino al 1978 è di circa 700 milioni di dollari in ragione d'anno.

Qualora si raggiungesse un accordo sulla possibilità di effettuare cessioni di oro fra banche centrali ad un prezzo orientato su quello del mercato libero, la nostra solvibilità sarebbe garantita dall'entità delle riserve nette: al 30 aprile, valutando l'oro sulla base dei prezzi medi di mercato in quel mese, esse ascendevano a 16,7 miliardi di dollari.

Sugli amministratori dell'economia del nostro paese incombe la responsabilità di averle imposto un onere finanziario senza precedenti; essi hanno l'obbligo di creare le condizioni affinché quell'onere possa essere sostenuto.

In periodo recente sembrava essersi diffusa nel nostro paese la convinzione che alla nostra volontà di fare debiti corrispondesse quella altrui di fare crediti. Contro il diffondersi di simile convinzione ho argomentato in più di una circostanza. Nel luglio 1973 dichiaravo: « l'assenza di politiche atte a mantenere intatta la nostra capacità di

assolvere le obbligazioni contratte, distruggerebbe definitivamente la credibilità della quale beneficiamo, con ovvie ripercussioni interne e internazionali. L'Istituto di emissione si considera impegnato direttamente nella difesa di quella credibilità; non potremmo assistere indifferenti ad una grave menomazione di essa. D'altra parte lo stesso rapporto del Comitato monetario della Comunità economica europea sull'Italia redatto in occasione della concessione del sostegno monetario a breve termine ci impegna all'attuazione di una politica finanziaria e monetaria piú severa ».

In principio d'anno, si sono levate piú alte le voci di quanti concorrevano a diffondere il convincimento che avremmo potuto seguire ad indebitarci all'estero con agevolezza; ed è riuscito piú arduo contrastare la propensione ad adagiarsi. Mentre l'irrompere dell'inflazione diveniva sconvolgente, si sono accese polemiche intorno a supposte minacce deflazionistiche; il disorientamento della pubblica opinione cresceva. Si succedevano gli annunci secondo i quali finanziatori internazionali ambivano concederci prestiti, mentre apparivano evidenti i segni di un diverso atteggiamento. Sui pericoli insiti nel logoramento della nostra capacità di credito all'estero insisteva il Ministro del tesoro.

In un documento del gennaio scorso affermavo: « Il ricorso al mercato dell'eurodollaro incontra difficoltà costituite dalla circostanza che molti paesi, compresi alcuni di quelli non indebitati, si rivolgeranno a tale mercato; urta anche contro la difficoltà costituita dalla mancanza nel nostro paese di una politica economica e monetaria atta a convincere della nostra capacità di risolvere i gravi problemi del momento in modo compatibile con la continuità della nostra appartenenza alla comunità occidentale ».

« Dalle considerazioni sopra esposte si deduce che senza la riduzione del disavanzo globale di parte corrente stimato per il 1974, vi sono scarse possibilità di finanziamento di quella quota di disavanzo che dovrebbe essere finanziata all'estero. Le stesse organizzazioni internazionali, che incitano i paesi membri a non impegnarsi in restrizioni quantitative, distinguono tra la quota di disavanzo delle bilance dei pagamenti imputabile al rincaro del petrolio e quella imputabile ad altre cause ».

« Occorrono quindi provvedimenti che incidano sul livello di alcuni consumi interni, sia mediante il ricorso al razionamento, sia mediante il ricorso all'aumento dei prezzi; ma tali politiche sarebbero

inefficaci se non venissero associate con politiche di restrizione della domanda monetaria, sorrette da un'azione di contenimento della liquidità del sistema bancario e del credito a breve termine meno connesso con l'attività di investimento ».

Dichiarammo che il prestito della Mediobanca si collocava nel quadro di un programma che esclude l'accensione di ulteriori prestiti di ammontare consistente nel mercato dell'eurodollaro, se prima il paese non abbia iniziato una politica credibile di contenimento della spesa improduttiva, mostrando così la volontà di adeguare il suo livello di vita alla nuova ragione di scambio. Probabilmente nel dibattito con le organizzazioni sindacali mancò l'unanimità nell'indicare con crudezza i limiti entro i quali avrebbero dovuto essere contenuti gli impieghi sociali del reddito: durante un certo periodo, gli incrementi di produttività del sistema economico non avrebbero potuto essere distribuiti nella forma di aumenti delle retribuzioni, ma avrebbero dovuto essere destinati al contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti; non è infatti immaginabile che da parte nostra si seguiti a chiedere, e da parte altrui ad offrire, il credito necessario per finanziare un disavanzo di dimensioni prossime in termini assoluti e assai maggiori in termini di reddito rispetto a quello che gli Stati Uniti ebbero nei periodi nei quali la crisi del dollaro si manifestò più grave.

La constatazione delle crescenti difficoltà di accesso al mercato internazionale ha indotto a differenziare le fonti alle quali si attingono finanziamenti. In questo quadro si è collocata la decisione di ricorrere al Fondo monetario internazionale; di essa si dava notizia in un documento redatto presso il Ministero del bilancio in vista della riunione dei Segretari dei partiti politici della maggioranza e dei Ministri finanziari, presieduta dal Presidente del Consiglio dei ministri, tenuta il 6 febbraio. In quel documento si affermava: « La ricerca dei mezzi per finanziare la quota del disavanzo provocata dalla crisi del petrolio deve avvenire lungo le seguenti linee: *a)* ricorso al Fondo monetario internazionale; *b)* utilizzo dei crediti reciproci di banche centrali; *c)* ricorso al mercato dell'eurodollaro ». « Il ricorso al Fondo monetario internazionale — continuava il documento — può avvenire sia nell'ambito delle facilitazioni ordinarie, sia nell'ambito di istituende facilitazioni straordinarie. Il ricorso alle prime in tanto potrebbe avvenire, in quanto da parte nostra si fossero adottati provvedimenti atti a contenere apprezzabilmente la quota di disavanzo non imputabile alla crisi petrolifera ».

La definizione delle condizioni della linea di credito avvenne intorno alla metà di febbraio: l'accordo fu raggiunto su linee più concessive di quelle convenute in circostanze analoghe con la Gran Bretagna e con la Francia. La « lettera di intendimenti » al Fondo monetario internazionale accordava al governo italiano un ampio margine di manovra: esso si impegnava a condurre politiche idonee a ridurre sostanzialmente, nel corso di quest'anno, e ad eliminare, entro il 1975, la quota di disavanzo della bilancia dei pagamenti non attribuibile agli aumenti dei prezzi del petrolio, restando nella autonoma responsabilità del governo di decidere sui modi di finanziamento della quota del disavanzo imputabile a quegli aumenti e sui modi e tempi della sua eliminazione.

Richiesto di commentare gli impegni contenuti nella lettera di intendimenti, il 5 marzo ebbi ad affermare: « Il ricorso continuo alle fonti di finanziamento alle quali abbiamo accesso viene assunto come una certezza; personalmente sono di contrario avviso. Molteplici circostanze hanno contribuito a logorare la nostra credibilità sul piano internazionale; il ricostituirla esige che da parte nostra si imponga una coerente azione di politica economica atta a convincere che il vincolo impostoci dalla bilancia dei pagamenti è da noi accettato, nella consapevolezza che soltanto un simile comportamento consente continuità di appartenenza alla comunità occidentale ».

« E' mia ferma convinzione che nell'attuale condizione non vi è spazio per politiche orientate ad ottenere aumenti ulteriori del reddito nazionale lordo, ma soltanto per politiche dirette a migliorarne la distribuzione. In tempi recenti si è discusso troppo intorno ai modelli di sviluppo; si è dimenticato che ogni sviluppo potrebbe arrestarsi per difetto di mezzi di pagamento sull'estero. Le forze politiche devono prendere atto che le argomentazioni valide sul piano interno non sono valide su quello internazionale: l'obiettivo al quale deve essere accordata precedenza su qualsiasi altro deve essere quello di convincere sul piano interno e internazionale che la politica economica del Governo si propone di contenere il disavanzo della bilancia dei pagamenti nei limiti della possibilità di finanziarlo oggi e domani ».

« Non occorrono nuovi provvedimenti di spesa per ottenere gli effetti compensativi sulla domanda globale auspicati da quanti si preoccupano di una sua espansione inadeguata; possibili incrementi dell'entrata devono essere destinati alla contrazione del disavanzo. E' mia

convinzione che il finanziamento del disavanzo del settore pubblico presenterà difficoltà crescenti in una situazione di generalizzata fuga dalla moneta; sembra superfluo ricordare che quel finanziamento può avvenire soltanto per mezzo di strumenti creditizi espressi in moneta ».

« Intorno alla possibilità di raggiungere una espansione del credito di 22.400 miliardi ho l'obbligo di esprimere preoccupazioni: invero questa espansione del credito riesce possibile alla condizione che il pubblico sia disposto ad acquisire sotto forma di titoli, di depositi, di circolante 19.100 miliardi. Nessuna forma di coercizione può indurre il pubblico ad assumere un simile comportamento; soltanto la ragionata convinzione che l'azione di governo si ispira alla preoccupazione di contenere la caduta della capacità di acquisto della moneta può indurre la generalità degli italiani ad affidare ai segni monetari un incremento della propria ricchezza delle dimensioni indicate ».

Le argomentazioni da me allora esposte si collocavano in antitesi con quelle di quanti sostenevano che l'effetto deflazionistico esercitato dal disavanzo della bilancia dei pagamenti provocato dal deterioramento della ragione di scambio doveva essere compensato accrescendo di altrettanto la spesa pubblica finanziata mediante indebitamento. In effetti, la riduzione della ricchezza finanziaria netta del pubblico, conseguente ad un saldo passivo della bilancia dei pagamenti correnti può essere compensata dalla spesa pubblica finanziata in disavanzo; ma, sostenevo, questa spesa, oltre a risollevarne in via diretta la domanda interna, ricrea ricchezza finanziaria netta del pubblico e conseguentemente esercita una azione espansiva anche per questa via. La crescita complessiva della domanda può creare un deficit della bilancia dei pagamenti corrente ancora più ampio del precedente. L'indebitamento sull'estero non interrompe questa sequenza di azioni e reazioni, ma soltanto consente di difendere il desiderato livello di cambio; ne scaturisce la necessità di mantenere un'appropriata combinazione tra domanda interna e spesa pubblica, affinché il rigonfiamento della prima nascente da quello della seconda non avvii una serie di reazioni negative sulla bilancia dei pagamenti.

La politica del credito seguita nel 1973, giudicata *ex post*, appare espansiva, nonostante che il governo degli aggregati monetari si sia ispirato al proposito di contenere il loro accrescersi. Essa ha consentito il finanziamento della ripresa degli investimenti, alla quale ha corrisposto un aumento dei livelli di occupazione, insieme con quello dell'utilizzo

della capacità produttiva e della produttività; risultati, questi, confluenti in un aumento del reddito nazionale lordo in termini reali prossimo al 6 per cento, superiore quindi a quello di lungo periodo e non più conseguito dall'economia italiana dal biennio 1968-69. Il sostegno apprestato dalla domanda per investimenti è stato rilevante: depurato della componente inflazionistica, l'aumento si colloca su valori inferiori soltanto a quelli realizzati nel 1953, nel 1955 e nel 1960. Gli investimenti in macchine e apparecchiature si sono sviluppati al ritmo più alto conseguito dal 1950. Un contributo è derivato alla domanda globale dall'accumulazione delle scorte, accentuata dalla crescente aspettativa inflazionistica. L'apporto fornito dalle esportazioni è stato inferiore al passato, nonostante l'andamento espansivo del commercio internazionale, rispetto al quale vi è stata quindi una perdita di quota.

Mentre l'anno volgeva al termine, esasperati dalla crisi dei rifornimenti di petrolio, esplodevano gli elementi di tensione accumulati. Le restrizioni quantitative dei rifornimenti di petrolio e la riaccelerazione del movimento ascendente dei prezzi internazionali determinavano nuove accumulazioni speculative di scorte; all'interno, si sovrapponevano gli aumenti derivanti dalla graduale liberazione dei prezzi in precedenza bloccati, costituente l'unica alternativa per evitare strozzature nell'offerta, in una situazione nella quale i conti economici delle imprese avvertivano in misura crescente l'incidenza degli aumenti dei costi. Sul finire dell'annata, si addensavano timori per il futuro, soprattutto per l'accelerarsi dell'inflazione mentre il disavanzo della bilancia dei pagamenti diveniva più grave. Rallentava il tasso di incremento del reddito; l'attività industriale si arrestava sui livelli del terzo trimestre; si allontanavano le prospettive di ulteriori miglioramenti dei livelli di occupazione che i precedenti andamenti produttivi avevano suscitato. All'inizio dell'anno in corso, si aggravavano ancora il tasso di inflazione e il disavanzo verso l'estero; qualche miglioramento nella produzione e nell'occupazione indicato dalle rilevazioni statistiche appariva come manifestazione di una fase espansiva in esaurimento.

Durante il 1973 e nell'anno in corso, le autorità sono state e sono poste di fronte al grave problema dei modi di finanziamento del disavanzo della tesoreria statale, intendendo mantenere la creazione di mezzi monetari derivanti da quel finanziamento entro limiti coerenti con gli obiettivi della politica monetaria. Nell'intero 1973 il finanziamento del Tesoro ha prodotto una creazione di base monetaria di 7.230 miliardi di lire, alla quale ha corrisposto l'assorbimento dovuto

alle relazioni con l'estero pari a 170 miliardi che salgono a 2.370 se si esclude l'apporto dei prestiti compensativi in gran parte vincolati presso la Banca d'Italia. Il finanziamento della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito, tenuto conto dei movimenti accidentali della fine del 1972, si è accresciuto in misura modesta: 280 miliardi nel 1973, contro 930 nel 1972. L'effetto netto di queste operazioni, incluse le partite minori, è stato un aumento della base monetaria nel 1973 di 5.080 miliardi, contro 3.600 miliardi nel 1972.

Nella prima metà del 1973, la base monetaria è aumentata di 1.320 miliardi, cioè in misura minore di quella del corrispondente periodo dell'anno precedente, nonostante il forte aumento della domanda di circolante del pubblico dovuto alla lievitazione dei prezzi e agli aumenti dei salari nei primi mesi dell'anno; conseguentemente la liquidità affluita al sistema bancario è diminuita in modo considerevole. Nella seconda metà dell'anno, il controllo sulla creazione della base monetaria è stato ostacolato dall'eccezionale dilatazione delle occorrenze del Tesoro; ma gli effetti sul processo espansivo del credito sono stati attenuati dai provvedimenti del giugno e del luglio, con i quali si stabilivano limiti quantitativi alla concessione del credito bancario. Complessivamente nel secondo semestre la base monetaria è aumentata di 3.760 miliardi; il pubblico ne ha assorbiti 2.210 e i restanti 1.550 sono affluiti al sistema bancario, incrementandone la liquidità in misura notevolmente superiore a quella del semestre precedente.

Nel primo semestre dell'anno, il disavanzo della bilancia dei pagamenti ha indotto un'accelerazione degli impieghi bancari più accentuata di quella dei depositi; gli impieghi sono aumentati di 2.700 miliardi, mentre nel corrispondente periodo dell'anno precedente erano cresciuti di 760; i depositi sono aumentati di 3.860 miliardi e di 2.240 rispettivamente. Nello stesso periodo, il portafoglio di titoli obbligazionari liberi è diminuito di circa 280 miliardi, mentre era aumentato di 880 nel corrispondente periodo dell'anno precedente. A questo comportamento del sistema bancario si associava un minor collocamento presso il pubblico: nel primo semestre del 1973 il volume dei titoli acquistati dai privati è stato di 1.200 miliardi, mentre nel corrispondente periodo del 1972 era stato di 1.510. L'effetto congiunto di questi andamenti si ripercuoteva negativamente sulla provvista da parte degli istituti di credito mobiliare, ponendo in dubbio la possibilità della continuazione dell'erogazione di fondi. In pari tempo l'espansione dei

crediti bancari appariva influenzata in piú larga misura dal finanziamento di attività speculative.

In questa situazione si è deciso di istituire l'obbligo dell'investimento da parte del sistema bancario in titoli obbligazionari per un ammontare pari al 6 per cento dei depositi in essere a fine 1972; il provvedimento si proponeva due obiettivi: quello di dirigere una quota piú ampia del risparmio finanziario verso l'investimento produttivo, attraverso la intermediazione degli istituti di credito mobiliare, e nello stesso tempo quello di innalzare un argine protettivo del mercato delle obbligazioni, in vista degli urti ai quali sarebbe stato sottoposto quando l'orientamento restrittivo della politica creditizia si fosse confermato. Essendo la capacità di espansione del credito globale legata alla creazione di base monetaria, l'osservanza dell'obbligo dell'investimento in titoli necessariamente si sarebbe ripercossa in un ridimensionamento della capacità delle banche di concedere il credito ordinario. Allo scopo di impedire che ne derivassero distorsioni con danno delle attività produttive e delle imprese di minori dimensioni, si è deciso di delimitare la crescita del complesso degli affidamenti destinati ai settori dove piú intensi si manifestavano i fenomeni speculativi e di quelli di maggiore importo.

In definitiva, l'istituzione dell'obbligo dell'investimento in titoli, insieme con quello dei limiti alle concessioni di credito alle diverse categorie economiche, conciliava l'esigenza di non arrestare bruscamente l'afflusso del credito alle imprese e specialmente a quelle di minori dimensioni, in un periodo nel quale gli investimenti produttivi mostravano una vigorosa ripresa, con quella di ricondurre gradualmente il processo espansivo del credito entro i limiti imposti dall'urgenza di contrastare l'aggravarsi delle spinte inflazionistiche e del disavanzo della bilancia dei pagamenti. Queste considerazioni indussero a proporre nel luglio e ad attuare nel settembre l'aumento dei tassi ufficiali, al fine di restituire loro la funzione di regolatori della domanda di rifinanziamento delle aziende di credito presso l'Istituto di emissione. I tassi ufficiali furono allineati al 6,5 per cento, mentre restarono immutate le maggiorazioni; fu inoltre decisa l'emissione di buoni ordinari del Tesoro fruttanti un tasso posticipato del 9,64 per cento annuo, in linea con quello allora prevalente nel mercato monetario; la durata di questi buoni fu stabilita in sei mesi.

Il margine di autonomia consentito alle aziende di credito ha permesso, nel corso del 1973, un'espansione degli impieghi superiore a quella degli anni precedenti: 20 per cento nel 1973, 18 per cento

nel 1972 e 13 per cento nel 1971. La consistenza dei finanziamenti concessi dagli istituti di credito speciale è aumentata del 26 per cento.

Considerando le imprese e il settore delle abitazioni, se ai finanziamenti ottenuti dal sistema creditizio si aggiungono quelli acquisiti direttamente mediante collocamento di titoli e prestiti ricevuti dall'estero, si ottiene un insieme di finanziamenti di 14.650 miliardi, pari al 18 per cento del reddito nazionale lordo a prezzi correnti del 1973. Tenuto conto dei fondi trasferiti dalla pubblica amministrazione e dell'autofinanziamento, tale volume di credito ha permesso di coprire investimenti per circa 15.500 miliardi ed accrescere le attività finanziarie delle imprese per circa 7.000 miliardi. Se alle attività finanziarie delle imprese si aggiungono quelle delle famiglie, si ottiene un totale di 21.710 miliardi, contro 17.400 nel 1972. La composizione delle stesse si è modificata a vantaggio delle attività liquide, aumentate al tasso del 23 per cento, contro il 10 per cento di quelle non liquide. Questo fenomeno è caratteristico dei periodi di inflazione.

Il processo di spostamento verso le attività reali è stato contrastato dall'aumento dei tassi di interesse bancari, al quale è seguito quello dei tassi sulle anticipazioni e sugli sconti della Banca d'Italia, fissati nel 9 per cento alla fine del marzo scorso, restando invariate le maggiorazioni del 3 per cento.

Il vincolo di investimento in titoli è stato esteso, per un altro 3 per cento, al primo semestre dell'anno in corso: alla Banca d'Italia è stata attribuita la facoltà di disporre la composizione qualitativa dei titoli acquistabili dalle banche. Sostituzioni di titoli emessi dagli istituti di credito speciale per il finanziamento degli investimenti con quelli emessi dagli stessi istituti per conto del Tesoro potrebbero agevolare la continuità del finanziamento delle occorrenze della tesoreria senza che da esso derivi una creazione di base monetaria esorbitante.

Nell'aprile scorso sono state rinnovate le norme concernenti il credito bancario: tra il 31 marzo 1974 e il 31 marzo 1975 è stato imposto il limite massimo del 15 per cento all'espansione degli impieghi di ogni azienda di credito, con esclusione di quelli costituiti da finanziamenti alle imprese elettriche, alle Ferrovie dello Stato, all'AIMA, agli enti sanitari e agli operatori con esposizione inferiore ai 30 milioni. Nell'ambito del limite complessivo, sono stati imposti ad ogni azienda un massimale del 12 per cento all'espansione del credito alle categorie finanziarie e commerciali e ai privati, un massimale del 15 per cento per gli enti dell'amministrazione locale ed uno di pari entità per i rimanenti operatori

con esposizione superiore ai 500 milioni; nessun vincolo è stato posto agli operatori con esposizione compresa fra i 30 e i 500 milioni, alla condizione che l'ammontare complessivo dei crediti a questa categoria sia compatibile con il limite globale del 15 per cento.

L'applicazione del massimale e la fissazione di esso nei limiti dell'8 per cento fino al 30 settembre consentono un controllo accurato dell'espansione degli impieghi bancari, in conformità con gli impegni assunti verso il Fondo monetario internazionale. Se la necessità di assicurare il finanziamento delle istituzioni pubbliche, nella impossibilità di spostarlo sul mercato dei valori mobiliari, costringe il Tesoro ad ampliare il ricorso alla Banca d'Italia, cresce la probabilità che la regolazione della base monetaria non riesca a contenere la dilatazione del credito entro i confini corrispondenti agli obiettivi della politica monetaria in atto. Questa eventualità spinge verso controlli diretti sul volume del credito e sulle sue destinazioni; ne discende la restrizione delle possibilità di scelta consentite ai dirigenti, alla quale corrisponde la degradazione burocratica del sistema.

Se si aggiungono i ritardi con i quali si rinnovano le cariche direttive nelle aziende di credito per la incapacità delle forze politiche di accordarsi sulle nomine e la crescente politicizzazione alla quale queste obbediscono, si comprende perché il nostro sistema bancario duri fatica a mostrare quella forza di immaginazione che da più parti si invoca. Il grado di libertà dei dirigenti delle aziende di credito è ulteriormente minacciato dalle insistenze con le quali i sindacati di azienda chiedono di partecipare alle decisioni di erogazione del credito. Cedere a quelle insistenze contrasterebbe con l'esigenza di orientare la condotta del credito verso il raggiungimento di interessi generali espressi dalle forze politiche e sindacali a livello nazionale.

Le politiche di contenimento dell'espansione creditizia impongono alle autorità monetarie di ricercare soluzioni idonee ad impedire che l'aggiustamento tra offerta e domanda di credito graviti su determinati settori dell'attività produttiva e sulle imprese di minori dimensioni. L'esperienza mostra che, in periodi di tensione, si accentua la concentrazione dei prestiti accordati alle imprese di maggiori dimensioni.

I provvedimenti presi nel luglio del 1973 e nell'aprile di quest'anno rispondono all'esigenza di tutelare le imprese minori, considerando la relazione esistente fra l'ammontare dei prestiti e la dimensione delle imprese alle quali sono accordati. I consuntivi mostrano che

l'effetto di protezione dei piccoli prestiti è stato conseguito: mentre questi hanno seguito a crescere nel corso dell'anno al ritmo constatato nel secondo trimestre, e cioè al ritmo più alto accertato nell'ultimo quinquennio, i prestiti di 500 milioni ed oltre, che avevano presentato la più forte crescita nei cinque anni considerati, rallentavano bruscamente, cosicché l'incremento tra il marzo e il dicembre risultava il più basso del quinquennio. Nella seconda metà del 1973 la concentrazione dei prestiti calcolata in base alle dimensioni dell'esposizione globale mostra una netta caduta. Meno incisiva sembra essere stata l'azione dei controlli selettivi sulla distribuzione del credito secondo la destinazione economica.

In conclusione, i provvedimenti del luglio hanno esplicato l'effetto di assicurare un'ampia disponibilità di credito alle piccole imprese in una fase di tendenziale restrizione. Non si sono manifestati i fenomeni di razionamento dei prestiti minori che avevano caratterizzato il 1969-70: la concentrazione è anzi diminuita rispetto ai suoi valori normali. Le aziende di credito hanno esteso la concessione di prestiti mediamente più rischiosi e ciò ha concorso a spingere verso l'alto il tasso attivo medio.

La constatazione dei risultati positivi dell'esperienza compiuta ha indotto ad assumere i provvedimenti dell'aprile scorso; essi muovono dalla convinzione dell'esistenza di fonti alternative di credito alle quali hanno accesso le grandi imprese. Queste possono attrarre quote maggiori del credito speciale e possono ottenere credito dalle stesse imprese di dimensioni minori adattando le condizioni di pagamento nascenti dalle relazioni commerciali con esse.

L'azione concorde del Tesoro e della Banca d'Italia ha obbedito al proposito di arricchire la gamma degli strumenti offerti sul mercato finanziario e monetario, nell'intento di attirare verso l'intermediazione di quel mercato quote di risparmio che avrebbero cercato collocamento altrove. Una direzione di intervento è stata quella dell'agevolazione dell'investimento in azioni, nonostante che nell'esperienza italiana degli anni '60 esse non abbiano offerto all'investitore una sufficiente protezione dal degrado monetario. Un'altra direzione di intervento è quella dell'emissione di titoli a scadenza più breve, ovvero di titoli assistiti da clausole atte a limitare l'ampiezza delle oscillazioni dei corsi mediante aggiustamenti periodici dei rendimenti. Abbiamo ampliato il finanziamento del Tesoro con il ricorso a buoni

ordinari a tre mesi e in sede di rinnovo dei buoni poliennali abbiamo offerto buoni quadriennali. Abbiamo condotto con cautela una politica di intervento sui corsi dei buoni pluriennali e di altri titoli emessi per conto del Tesoro.

IL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POLITICA DEL CREDITO NEL 1974

Il trasferimento di potere d'acquisto ai paesi esportatori di petrolio conseguente all'aumento del prezzo rappresenta un prelievo sulle nostre risorse che può essere valutato intorno al 3 per cento del prodotto nazionale lordo. Un diverso approccio può essere tentato considerando le variazioni dei moltiplicatori del reddito derivanti dai mutamenti della propensione marginale all'importazione: l'effetto riduttivo dell'aumento dei prezzi del petrolio, alla condizione che l'aumento si trasferisca interamente sul mercato interno, risulterebbe per il 1974 pari a circa il 5 per cento del reddito nazionale.

Calcoli eseguiti secondo il metodo indicato misurano l'effetto deflazionistico esercitato dall'aumento dei prezzi del petrolio e sono addotti in sostegno della necessità di provvedimenti compensativi atti ad impedire la contrazione del reddito. Questa concezione assume che al trasferimento di reddito ai paesi esportatori di petrolio non corrisponda, in tutto o in parte, un suo riafflusso nella forma di loro maggiori importazioni o investimenti produttivi nei paesi industriali; sottintende che riesca possibile ottenere finanziamenti esterni di ammontare sufficiente a finanziare il disavanzo della bilancia dei pagamenti nascente dal mancato riafflusso.

L'azione di governo volta ad individuare programmi di investimenti sostitutivi del minore potere d'acquisto della comunità nazionale provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi è conforme alle indicazioni di istituzioni internazionali, preoccupate degli effetti deflazionistici di politiche convergenti verso la ricerca del ristabilimento immediato dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Abbiamo affermato e riaffermiamo in questo luogo che tale linea di condotta non si addice alle condizioni attuali dell'economia italiana. Nel nostro caso, gli aumenti retributivi nascenti dai contratti nazionali e da quelli integrativi aziendali, e i meccanismi di diffusione degli aumenti dei prezzi attraverso la scala mobile esercitano larga parte del-

l'effetto compensativo che si vorrebbe affidare ai programmi di investimento. L'aumento della spesa pubblica attribuibile ai trasferimenti continua ad agire nello stesso senso.

Nel corso del 1973 le importazioni sono aumentate del 13 per cento in volume e del 44 per cento in valore; le esportazioni sono aumentate del 4 per cento in volume e del 20 per cento in valore. Al maggiore aumento dei valori delle importazioni rispetto a quelli delle esportazioni possono aver concorso sopraffatturazioni delle prime e sottofatturazioni delle seconde. Elementi di carattere accidentale hanno contribuito, nella prima metà dell'anno, ad espandere le importazioni e a contenere le esportazioni; ma anche quando l'azione di essi è venuta meno, la divergenza fra lo sviluppo delle importazioni e quello delle esportazioni confermava che l'espansione della domanda interna superava quella dell'offerta interna. La relazione fra aumento delle importazioni e aumento del prodotto nazionale lordo si collocava al di sopra dei livelli storici, offrendo così un'ulteriore conferma delle tensioni alle quali la nostra economia sottostava.

La tendenza ad anticipare i pagamenti delle importazioni e a posticipare la riscossione delle esportazioni aveva contribuito ad aggravare il disavanzo della bilancia dei pagamenti. I provvedimenti amministrativi di restrizione applicati ai termini di pagamento nonché l'obbligo del deposito del 50 per cento delle somme investite in titoli esteri iniziavano il ritorno alla politica di controllo dei cambi dalla quale il paese era stato liberato negli anni della ricostruzione economica.

Nel primo trimestre dell'anno in corso, più della metà del disavanzo della bilancia commerciale non deriva dal rincaro dei prodotti petroliferi. Non esistendo sintomi dai quali si possa dedurre che l'adattamento del volume della domanda e dell'offerta interne e della loro composizione alla mutata ragione di scambio avvenga autonomamente, sono necessarie appropriate politiche correttive, volte a contenere il volume della domanda interna diminuendo la spesa pubblica, oppure aumentando in misura consistente l'imposizione fiscale, oppure combinando l'una e l'altra politica. In questa convinzione abbiamo insistito affinché i programmi di « investimenti sostitutivi » fossero mantenuti entro limiti nettamente inferiori a quelli derivanti dal supposto vuoto di domanda provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi. Si sono invece impostati programmi di spesa articolati in progetti speciali dell'ordine delle migliaia di miliardi e le organizzazioni sindacali ne hanno sollecitata l'attuazione.

L'ampiezza del disavanzo della bilancia dei pagamenti ed il suo aumento confermano che la dilatazione dei disavanzi del settore pubblico, il loro finanziamento con mezzi monetari e gli aumenti retributivi nei settori pubblici e privati concessi sotto la spinta di rivendicazioni settoriali hanno compensato l'effetto deflazionistico provocato dall'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi ed hanno sovrapposto un effetto inflazionistico autonomo. I timori di quanti sostenevano la necessità che alle conseguenze restrittive dell'aumento dei prezzi del petrolio e del trasferimento di esso sui prezzi interni non dovessero aggiungersi quelle di contenimento della domanda provocate per scelta delle autorità, non appaiono confermati dagli eventi successivi. Il contenimento della domanda che avrebbe dovuto discendere da provvedimenti fiscali di riduzione di alcuni consumi con alto contenuto di importazione non si è verificato; alcuni provvedimenti non sono stati presi; quelli presi si sono manifestati di scarsa efficacia; gli aumenti salariali nel settore automobilistico hanno dato una violenta scossa alla struttura dei redditi monetari.

L'esigenza di sopprimere l'eccesso della domanda interna ripropone l'urgenza di una politica dei redditi; in sua mancanza, sono inevitabili le restrizioni creditizie e la conseguente concentrazione dell'aggiustamento sugli investimenti. Nella conclusione della Relazione pronunciata lo scorso anno, affermammo che l'andamento del saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti confermava l'approssimarsi del raggiungimento del pieno utilizzo della capacità produttiva disponibile, tenuto conto delle limitazioni poste a quell'utilizzo. « Si delineano le condizioni — dichiaravamo allora — nelle quali occorrerà mettere mano agli strumenti della regolazione della domanda per contenere le pressioni sulle risorse reali; diverrà manifesta l'esigenza di interventi correttivi da attuare mediante l'inasprimento dell'imposizione. Se gli interventi regolatori della domanda saranno affidati alla manovra monetaria, non potranno non urtare contro l'irrigidimento dei vincoli posti dall'espansione del volume di titoli a lungo termine creati per il finanziamento del settore pubblico ».

Muovere verso l'equilibrio della bilancia dei pagamenti senza distinguere tra disavanzo petrolifero e disavanzo non petrolifero costituisce la condizione della sopravvivenza della nostra economia. Dobbiamo programmare il volume dell'indebitamento esterno nei limiti della capacità di ottenere credito da fonti di finanziamento sia pubbliche, sia private: quei limiti si spostano secondo la dimostrazione della nostra capacità di ristabilire l'equilibrio dei conti con l'estero e

di contrastare le varie componenti inflazionistiche operanti all'interno del nostro sistema economico. Esaurito il margine del nostro merito di credito, non potremo sottrarci alla necessità di una contrazione delle importazioni che investirebbe le stesse materie prime; ne deriverebbe una riduzione del livello di attività economica più drammatica di quella discendente da politiche finanziarie e monetarie di contenimento della domanda interna attuate tempestivamente.

La crisi petrolifera ci costringe ad adattare con immediatezza la struttura della nostra economia alla mutata relazione di scambio fra materie prime e prodotti. Due condizioni sono necessarie: la mobilità dei fattori produttivi, affinché si dirigano verso i settori più direttamente collegati con l'esportazione; un grado di inflazione non superiore a quello esistente nei paesi nostri concorrenti. L'irrigidimento dei rapporti di lavoro insieme con la crescita incontrollata dei redditi monetari agisce in direzione opposta.

Negli anni nei quali la nostra economia ha avanzato, gli incrementi di produttività in alcuni settori direttamente produttivi compensavano lo spreco di risorse nei settori nei quali esse venivano impiegate irrazionalmente; ma in epoca recente l'area di alta produttività è stata aggredita dall'estendersi del parassitismo annidato nella spesa pubblica, della paralisi burocratica, della borghesia di Stato.

L'aggiustamento al quale la nostra economia deve sottostare affinché si ristabilisca l'equilibrio della bilancia dei pagamenti deve indurre Stato, enti territoriali, sindacati ad accettare una ridefinizione delle priorità accordate ai singoli obiettivi. Il rifiuto di riqualificare i programmi in funzione della situazione della bilancia dei pagamenti renderà ancora più lungo, più profondo, più doloroso il processo di ristrutturazione del sistema.

L'autorità politica dovrebbe concentrare la propria azione nell'indicazione degli obiettivi ultimi e nell'apprestamento delle condizioni generali affinché siano raggiunti. In tale ambito le imprese pubbliche e private dovrebbero essere libere di obbedire alle indicazioni del mercato; il giudizio sui dirigenti dovrebbe dedursi dai risultati economici ottenuti. Seguitando invece, come accade in modo sempre più visibile, ad impartire ordini che interferiscono nella sfera delle responsabilità dirette dei dirigenti di impresa, la perdita di efficienza del sistema diverrà irreversibile e con essa si associerà la resezione dei legami con il mercato internazionale. Occorrerebbe procedere con risolutezza alla redistribuzione degli investimenti promovendone la concentrazione nei

settori direttamente produttivi. La politica dell'incentivazione dovrebbe spostarsi verso le industrie che producono beni di esportazione ovvero beni sostitutivi di quelli di importazione. L'efficienza della nostra economia dipende dalla capacità di ampliare l'area del consenso ad un sistema basato sull'autonomia dell'impresa.

Negli anni recenti si è manifestato con crescente intensità il decentramento di iniziative industriali che muovevano verso l'esterno dalle aree di maggiore concentrazione situate nell'Europa centrale. Le traiettorie seguite da quelle iniziative il più delle volte sono passate al di sopra di noi; poche hanno raggiunto le regioni nelle quali l'incentivazione vorrebbe accelerare il processo di industrializzazione. Conviene chiedersi se ciò non dipenda dalla circostanza che l'incentivazione e i modi secondo i quali essa è stata amministrata creano un ambiente nel quale si annodano relazioni poco adatte ad offrire la condizione necessaria affinché l'impresa industriale condotta con modernità di concezione sia in grado di prosperare. Nel momento nel quale la forza di attrazione esercitata dalle aree situate nei paesi produttori di materie prime diviene più intensa, cresce l'urgenza di realizzare le condizioni di autonomo sviluppo imprenditoriale nei luoghi dove intendiamo suscitare processi di industrializzazione che stringano i legami fra la nostra economia e quella del resto dell'Europa.

L'andamento insoddisfacente dell'esportazione nell'intero 1973 appare imputabile sia al repentino sviluppo della domanda interna e alla conseguente tendenza in molti settori produttivi a soddisfare questa prima di quella dell'estero, sia ad insufficienze di offerta dovute agli scioperi che hanno costellato l'annata e hanno concorso a porre la nostra industria nell'impossibilità di osservare i termini di consegna. Ai fattori congiunturali si sono aggiunti altri fattori avversi che rappresentano i segni di tendenze a lungo termine: la chimica secondaria, la meccanica di precisione e i settori a tecnologia avanzata risentono dello scarso sviluppo nel campo della ricerca scientifica e tecnologica, mentre i settori tessile, dell'abbigliamento e delle calzature perdono terreno ad opera di paesi di più recente sviluppo, che si avvantaggiano rispetto all'Italia nel costo del lavoro. Le prospettive di esportazione nel momento presente sono oscurate da una domanda internazionale in fase di declino e da aumenti di costi e prezzi di altezza superiore a quella constatata presso i nostri concorrenti.

Ricondurre all'interno del nostro paese la relazione fra la dinamica salariale e l'aumento della produttività nei limiti entro i quali essa si

situa nei paesi industriali nostri concorrenti costituisce la condizione necessaria affinché si mantenga l'inserimento della nostra economia nel mercato internazionale. La legislazione e gli accordi hanno esteso l'autonomia del salario rispetto alla produttività; limitazioni di orario, divieti di straordinari e di doppi turni hanno migliorato all'interno della fabbrica la qualità della vita, riducendo però la possibilità di aumenti di produttività che compensino gli aumenti salariali. Il problema odierno non è quello della qualità della vita nella fabbrica, ma quello della continuità nella vita della fabbrica.

L'estensione di principi come quello della garanzia della retribuzione di fatto nei casi di interruzione dell'attività lavorativa potrebbe provocare l'arresto dell'attività non soltanto nella singola impresa, ma nell'insieme di esse, quando il logoramento della nostra competitività ci ponesse nella impossibilità di assicurare il rifornimento delle materie prime. Adeguamenti retributivi mediante meccanismi di scala mobile più sensibili introducono un ulteriore ostacolo al processo di aggiustamento di una economia assoggettata a spinte inflazionistiche di forza dirompente. L'agganciamento delle pensioni alla dinamica salariale dissocia ulteriormente la retribuzione dalla produzione; se viene finanziato con contributi delle imprese, grava sui costi; se viene finanziato dallo Stato senza il ricorso all'aumento dell'imposizione, amplia il disavanzo e accresce le pressioni inflazionistiche.

La normativa in materia previdenziale (D.P.R. 27 aprile 1968, n. 488; legge 30 aprile 1969, n. 153; legge 11 agosto 1972, n. 485; legge 16 aprile 1974, n. 114 ed altri provvedimenti) e l'arrendevolezza nel concedere pensioni di invalidità hanno ampliato i trasferimenti di reddito senza adeguare il prelievo tributario. Le leggi 24 maggio 1970, n. 336, e 9 ottobre 1971, n. 824, hanno promosso l'esodo di dipendenti ex combattenti e assimilati dello Stato e degli enti pubblici; il D.P.R. 30 giugno 1972, n. 748, ha facilitato l'esodo volontario anticipato del personale direttivo dello Stato. Si sono quindi infittite le file della popolazione inattiva.

Si sono ampliati i divari tra i settori pubblico e privato e tra i vari comparti nell'interno degli stessi settori, divari maggiori in Italia che in altri paesi sviluppati. Le alte retribuzioni conquistate dai gruppi ai quali le forze politiche sono più inclini ad indulgere hanno un effetto trainante su quelle più basse, alimentando una dannosa rincorsa alla quale conferisce impeto il dilagante rancore dei gruppi non protetti.

L'incertezza sull'ordinamento entro il quale si opera, per effetto di norme innovatrici e per effetto di contrastanti interpretazioni di quelle vigenti, ostacola ogni forma di programmazione a tutti i livelli, costituendo in definitiva un elemento negativo per l'impiego razionale delle risorse umane del nostro paese.

Il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti si compie quando i singoli e i gruppi orientano i propri comportamenti verso un punto di coerenza. Se, in condizioni di piena occupazione o in prossimità di esse, i cittadini chiedono allo Stato, alle regioni, ai comuni, alle aziende autonome una maggiore quantità di prestazioni e rifiutano di sostenerne il costo pagando imposte più alte, gli stessi cittadini domandano al sistema economico più risorse di quante esso ne possa offrire. Le risorse mancanti sono tratte dall'estero attraverso importazioni di beni e servizi eccedenti le esportazioni. Questo comportamento è analogo a quello di un paese che, in luogo di tassare i propri cittadini, pretendesse di tassare quelli dei paesi vicini. Cittadini consapevoli non possono seguitare ad occultare i propri redditi all'interno e all'estero e in pari tempo pretendere che lo Stato offra protezione, istruzione, servizi pubblici e tutto il credito necessario per finanziare le imprese dalle quali traggono redditi. L'aggiustamento al quale la nostra economia deve sottostare sarebbe inattuabile se i gruppi dirigenti attraverso il loro comportamento non conquistassero il consenso.

Nel 1963 e nel 1969 il nostro paese ha sperimentato crisi di bilancia dei pagamenti; in entrambi i casi, l'impiego degli strumenti della politica creditizia ne ha consentito il superamento senza il ricorso a provvedimenti di restrizione delle importazioni. In entrambi i casi, è seguito un rallentamento dell'attività produttiva, ma la capacità di ripresa della nostra economia non è stata compromessa. Nell'intervallo fra le due crisi il saggio di sviluppo del reddito si è mantenuto elevato, anche se la sua distribuzione non è stata appagante; la bilancia dei pagamenti nella parte corrente ha presentato eccedenze attive, soltanto in parte riflesse sull'incremento delle riserve valutarie; il livello dei prezzi ha mostrato una stabilità uguale a quella costatata nei paesi dove la propensione ad accettare l'inflazione appariva più bassa. In quegli anni alcuni paesi hanno rivalutato, altri svalutato o la propria moneta; vi sono state crisi di bilancia dei pagamenti, contingenti, restrizioni, istituzione di depositi obbligatori e soprattasse sulle importa-

zioni. Ma il succedersi di questi eventi non ha impedito che il processo espansivo degli scambi in un sistema di economie interdipendenti divenisse piú intenso.

Conviene chiedersi se l'impiego degli stessi strumenti di politica monetaria possa raggiungere i medesimi risultati nel momento presente. La crisi odierna si distingue da quelle precedenti per un duplice aspetto:

- a) nel 1963 il disavanzo della bilancia dei pagamenti trasse origine dalle partite correnti e rappresentò l' 1,4 per cento del reddito; nel 1969 esso originò da deflussi di capitali esorbitanti rispetto all'eccedenza attiva delle partite correnti; nell'anno in corso il disavanzo atteso, petrolifero e non petrolifero, rappresenta circa il 6 per cento del reddito: questa proporzione non ha precedenti in alcun paese industriale;
- b) nel 1969 il risparmio finanziario delle famiglie fu di 6.300 miliardi e la quota assorbita dalla pubblica amministrazione e dalle aziende autonome di 1.850, pari al 29 per cento; nel 1973 il risparmio delle famiglie è stato di 13.250 miliardi e l'assorbimento da parte del settore pubblico è stato di 8.260, pari al 62 per cento.

L'intermediazione finanziaria rispetto al reddito ha assunto nel nostro paese proporzioni maggiori di quelle osservate nella generalità dei paesi industriali; conseguentemente la superficie sulla quale incide la politica monetaria è piú estesa e maggiori sono le responsabilità degli autori di quella politica. Essendo la quota di risparmio assorbita dalla pubblica amministrazione piú ampia da noi che negli altri paesi industriali, la difesa della quota destinata alla produzione costringe ad un urto piú aspro nei periodi di restrizione creditizia. Negli ultimi cinque anni, all'accrescimento delle prestazioni della pubblica amministrazione non ha fatto riscontro quello delle imposte: la conseguenza è stata che si è attinto piú abbondantemente al risparmio. Un'imposizione piú alta sarebbe stata compensata parzialmente da una minore formazione di risparmio; questa, alla propria volta, si sarebbe manifestata in una minore accumulazione di ricchezza finanziaria nella forma di obbligazioni, di depositi, di biglietti. Sarebbe meno incombente il pericolo che la liquidazione della ricchezza finanziaria possa compromettere le politiche di regolazione della domanda.

In anni lontani la legge e lo statuto vietavano alla Banca d'Italia di finanziare il settore pubblico o delimitavano rigorosamente i confini

entro i quali quel finanziamento doveva essere contenuto. Al Governatore dell'Istituto di emissione non si chiedevano comportamenti eroici, ma solamente di essere il diligente amministratore che verifica l'osservanza dei rapporti stabiliti dall'ordinamento giuridico fra le diverse poste del bilancio. Neppure oggi si chiedono comportamenti eroici, ma si chiede di conciliare obiettivi posti in una più vasta costellazione: sviluppo del reddito, pieno impiego, stabilità dei prezzi, equilibrio della bilancia dei pagamenti. Quando tali obiettivi divengono inconciliabili, occorre compiere scelte. In occasione dell'Assemblea precedente, affermammo che: « Se si rendesse necessario operare un contenimento del volume globale del credito, esso, per la rigidità della domanda da parte dei settori pubblici, si concentrerebbe sui settori direttamente produttivi ».

Risale al 1928 l'abrogazione delle disposizioni, contenute nel testo unico sugli istituti di emissione, concernenti le limitazioni degli impieghi della Banca d'Italia in titoli di Stato o garantiti dallo Stato. Ci siamo posti e ci poniamo l'interrogativo se la Banca d'Italia avrebbe potuto o potrebbe rifiutare il finanziamento del disavanzo del settore pubblico astenendosi dall'esercitare la facoltà attribuita dalla legge di acquistare titoli di Stato. Il rifiuto porrebbe lo Stato nella impossibilità di pagare stipendi ai pubblici dipendenti dell'ordine militare, dell'ordine giudiziario, dell'ordine civile e pensioni alla generalità dei cittadini. Avrebbe l'apparenza di un atto di politica monetaria; nella sostanza sarebbe un atto sedizioso, al quale seguirebbe la paralisi delle istituzioni. Occorre assicurare la continuità dello Stato, anche se l'economia debba cadere in ristagno; d'altronde le conseguenze del caos amministrativo sarebbero più gravi. Non possiamo impedire la caduta con i soli strumenti della politica monetaria; possiamo adoperarci affinché sia meno profonda.

Le aziende di credito e gli istituti di credito speciale si crucciano per la pressione alla quale sono sottoposti dai richiedenti di finanziamenti. Quegli istituti e gli enti che effettuano la provvista di fondi collocando obbligazioni urtano contro difficoltà crescenti e sollecitano il ricorso a nuove forme di provvista: emissioni indicizzate estese alla generalità dei titoli eserciterebbero un effetto depressivo sui corsi di quelli in circolazione; le indicizzazioni sono efficaci se limitate a comparti circoscritti del mercato e se l'introduzione di clausole di correzione monetaria conserva carattere opzionale per le parti. Istituti di credito mobiliare, di credito fondiario, di credito agrario e le loro associazioni di categoria invocano soccorsi

da parte dell'Istituto di emissione. Siamo stati e restiamo sordi alle loro invocazioni. Precede l'esigenza di ricondurre la nostra economia al rispetto del vincolo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti. I mezzi per ottenere ciò sono noti; non esistono in materia rimedi miracolosi: occorre restringere la creazione di moneta destinata al finanziamento del settore pubblico.

La relazione esistente fra disavanzo del Tesoro, disavanzo della bilancia dei pagamenti, livello dei prezzi non è incomprensibile e ci proponiamo di dimostrarlo.

Nell'anno compreso fra il 31 marzo 1973 e il 31 marzo 1974, il disavanzo del Tesoro ha condotto a una creazione di base monetaria per 7.780 miliardi. Nello stesso periodo la distruzione di liquidità da parte della bilancia dei pagamenti correnti si può stimare in circa 2.500 miliardi; se si comprendono i movimenti di capitali, l'effetto riduttivo esercitato dalla bilancia dei pagamenti sale a circa 3.500 miliardi. Le operazioni della Banca d'Italia hanno immesso nel sistema disponibilità liquide per 990 miliardi, massimamente nella forma di anticipazioni all'Istituto centrale delle casse di risparmio, per effetto dei prelievi sui depositi presso di esso da parte delle Casse, angustiate dalla domanda di credito del settore pubblico. La base monetaria così creata è stata, nel complesso, di 5.150 miliardi, con inclusione della quota costituita dai depositi postali; 3.470 miliardi sono stati assorbiti dal pubblico, di cui 1.600 nella forma di circolante; la differenza è affluita alle banche e, insieme ad una riduzione della liquidità libera, ha consentito di assolvere l'obbligo di riserva.

I descritti movimenti monetari sono la manifestazione della circostanza che il Tesoro ha chiesto all'economia una quantità di risorse superiore a quella che la stessa ha dimostrato di essere in condizione di fornire; la differenza è stata provveduta dall'estero. Supponendo che fosse venuto meno l'apporto di risorse da parte dell'estero e dati il fabbisogno del Tesoro e il modo del suo finanziamento, l'eccesso della domanda sull'offerta, finanziato dal maggior volume di credito reso possibile dalla creazione di base monetaria, avrebbe provocato un aumento dei prezzi di gran lunga maggiore di quello di fatto avvenuto. L'equilibrio dei rapporti con l'estero si sarebbe attuato attraverso la variazione del tasso di cambio. L'amputazione dell'eccedenza della domanda sull'offerta si sarebbe compiuta attraverso un più alto grado di inflazione.

Se si fosse desiderato ricondurre all'equilibrio i conti con l'estero senza passare attraverso un piú alto grado di inflazione, il finanziamento del disavanzo del Tesoro avrebbe dovuto compiersi mediante emissione di titoli collocati nel pubblico, nel sistema bancario, o in entrambi i modi, nella misura necessaria affinché il ricorso alla Banca d'Italia fosse ridotto di circa la metà; il volume del credito affluito alle imprese attraverso il sistema bancario sarebbe stato minore di alcune migliaia di miliardi di quello che effettivamente è stato. In questo caso l'equilibrio fra domanda e offerta sarebbe stato ristabilito restringendo la domanda dal lato dell'investimento.

L'equilibrio della bilancia dei pagamenti avrebbe potuto ottenersi attraverso l'aumento del prelievo tributario sul reddito disponibile delle famiglie; in questo caso la restrizione si sarebbe concentrata sui consumi privati e da questi ultimi avrebbe potuto propagarsi agli investimenti. Non sarebbe stato necessario ridurre il credito alle imprese per creare spazio al credito al Tesoro. Il maggior prelievo fiscale per ottenere questi risultati sarebbe stato, nel periodo considerato, dell'ordine di 4.500 miliardi. Se l'equilibrio della bilancia dei pagamenti si fosse ottenuto, dopo aver sviluppato le esportazioni fino al limite consentito dall'evoluzione della domanda estera, mediante il contenimento delle importazioni, la domanda interna in termini reali sarebbe dovuta rimanere uguale a quella del 1972; il reddito nazionale sarebbe aumentato del 2 per cento.

Le considerazioni esposte mostrano che il processo di aggiustamento della nostra bilancia dei pagamenti non è impossibile, ma certamente doloroso quando debba attuarsi attraverso il contenimento generalizzato della domanda. Esso è tanto piú doloroso quanto piú lo squilibrio nasce da un deterioramento della ragione di scambio; ma da questa constatazione non può dedursi che esso non debba compiersi.

Poiché la necessaria riduzione del reddito reale è tanto minore quanto maggiore è la possibilità di abbassare la propensione all'importazione con provvedimenti selettivi, appare dimostrato il fondamento razionale dei provvedimenti assunti di recente.

L'istituzione del deposito obbligatorio del 50 per cento sulle importazioni di determinate merci amplifica l'effetto riduttivo della base monetaria derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti; in presenza di una politica del credito restrittiva tale effetto non viene compensato; agisce dunque dal lato della domanda.

In definitiva, alla minore offerta di merci provenienti dall'estero dovrebbe corrispondere una minore domanda per effetto della restrizione creditizia. L'obbligo del versamento del 50 per cento del valore delle importazioni, risolvendosi praticamente nell'obbligo degli importatori di sottoscrivere un prestito pubblico, attenua i pericoli di creazione esorbitante di base monetaria. Se le importazioni avvengono, il deposito amplia il potere di controllo dell'Istituto di emissione sul volume di credito globale. Se le importazioni non avvengono, la necessità di quel controllo è attenuata dalla circostanza che la restrizione in atto del credito ha da sola contribuito a ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti; se il disavanzo della bilancia dei pagamenti si restringe per effetto di crediti accordati dagli esportatori esteri agli importatori italiani, si ottiene un vantaggio effimero; in considerazione di ciò, abbiamo introdotto divieti alla facoltà delle banche di concedere garanzie passive agli esportatori verso l'Italia.

La crisi della nostra bilancia dei pagamenti costituisce l'aspetto più grave di quella più ampia innescata dall'aumento del prezzo del petrolio. Non dobbiamo desistere dal collaborare in tutte le sedi internazionali, affinché si stabiliscano relazioni di prezzo fra petrolio e prodotti industriali sulla base delle quali riesca possibile eliminare lo squilibrio della bilancia dei pagamenti assicurandone il finanziamento nel periodo necessario perché l'aggiustamento si compia. La costituzione di un'agenzia internazionale per procedere all'approvvigionamento collettivo dei prodotti petroliferi potrebbe essere una soluzione da sperimentare nel periodo dell'aggiustamento; le garanzie collettive per prestiti da contrarre in quel periodo potrebbero agevolare il funzionamento. In attesa di soluzioni si diffondono politiche di regolazione della domanda affidate alla manovra monetaria dalle quali derivano spinte verso la recessione. Contingentamenti delle importazioni di prodotti petroliferi e la loro estensione a quelli non petroliferi potrebbero divenire inevitabili.

In principio d'anno il disavanzo del settore statale è stato stimato per il 1974 in 9.200 miliardi; questo disavanzo si collegava con un deficit della bilancia dei pagamenti prossimo ai 5.500 miliardi; ma un deficit di queste dimensioni non è sostenibile. La Comunità economica europea raccomanda di procedere rapidamente verso il contenimento del deficit ed indica il limite massimo di 2.000 miliardi di lire nel 1975. Al fine di raggiungere questo obiettivo la Comunità raccomanda di restringere il finanziamento globale all'economia ad un livello nettamente infe-

riore a quello di 22.400 miliardi indicato nella lettera di intendimenti inviata dal governo italiano al Fondo monetario internazionale. All'uopo incita a ridurre il disavanzo del Tesoro e il suo finanziamento mediante mezzi monetari e a diminuire i disavanzi degli enti locali, previdenziali, delle aziende autonome; la pressione fiscale deve crescere e le tariffe dei servizi pubblici debbono essere maggiorate quando le gestioni sono in perdita.

Verso l'accoglimento dei suggerimenti della Comunità spinge l'urgenza di contenere il disavanzo della bilancia dei pagamenti nei limiti entro i quali possa essere finanziato intrecciando l'utilizzo delle linee di credito, sulle quali non abbiamo tratto, del Fondo monetario internazionale e delle banche centrali, nonché di eventuali crediti a lungo e a medio termine da attingere al mercato internazionale per destinarli all'estinzione dei crediti a breve termine.

Il Consiglio e la Commissione della Comunità hanno accettato le argomentazioni esposte dal Ministro del tesoro, dalle quali si deduce che l'obbligo del deposito del 50 per cento sulle importazioni risponde ad uno stato di necessità, ma insistono sulla opportunità che quei provvedimenti siano sostituiti con altri, orientati verso la regolazione della domanda globale. Questa esigenza non è contestabile; occorre però che a noi stessi e ai nostri soci europei siano chiare le conseguenze. Il muovere, anche gradualmente, nel corso del 1974 verso l'obiettivo del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro il limite di 2.000 miliardi nel 1975 ci impegna ad attuare immediatamente politiche di restrizione della domanda interna. La situazione congiunturale in atto e in prospettiva nei mercati internazionali induce a credere che l'aggiustamento debba compiersi più dal lato del rallentamento delle importazioni che da quello dello sviluppo delle esportazioni. In definitiva, l'avviarsi verso l'equilibrio in presenza di una congiuntura internazionale caratterizzata da una flessione dell'attività non può aver luogo senza un andamento analogo della domanda interna.

Il condurre in queste condizioni una politica orientata verso l'obiettivo intermedio del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro un limite di 3.000 miliardi in ragione d'anno esigerebbe, secondo i nostri calcoli, una riduzione della domanda interna in termini reali tra il 4 e il 5 per cento rispetto al livello del 1973. L'andamento della bilancia dei pagamenti costatato nella prima metà dell'anno indicherebbe la necessità di una riduzione di importo maggiore;

sembra sufficiente contenerla nella dimensione indicata, perché l'effetto iniziale creerebbe le condizioni di un suo ampliarsi, così da consentire il compiersi dell'aggiustamento. Se la riduzione fosse cercata mediante un prelievo tributario addizionale e l'ammontare di questo fosse limitato a 2.000 miliardi, sarebbe necessario integrarne gli effetti con il ricorso a restrizioni creditizie; l'espansione degli impieghi bancari dovrebbe essere più bassa di quella originariamente preventivata di un ordine di grandezza di un quarto; l'impatto si distribuirebbe tra gli investimenti e i consumi.

Se ci si proponesse di conseguire l'obiettivo del contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti entro il limite sopra indicato attenuando il carico sugli investimenti, il prelievo tributario dovrebbe essere di 3.700 miliardi.

In entrambi i casi, il reddito nazionale lordo in termini reali sarebbe di uno o due punti percentuali inferiore a quello del 1973.

Signori Partecipanti,

in altri tempi in quest'aula si affermò che non è compito dell'Istituto di emissione segnalare i modi secondo i quali crescere le imposte. Ma è compito dell'Istituto di emissione significare che, se si vuole, come si afferma di volere, restringere il disavanzo della bilancia dei pagamenti con la manovra fiscale, non ci si può esimere dall'aumentare l'imposta personale e dall'estendere l'aumento ai redditi che si addensano nella fascia di maggior frequenza: un aumento consistente di gettito si ottiene nei tempi brevi se l'aggravio di imposta colpisce anche questi redditi. Né può soccorrere un aumento dell'imposta sul valore aggiunto, limitato ai consumi non necessari; l'aumento deve applicarsi con aliquote differenziate all'intera gamma dei consumi e i conseguenti accrescimenti dei prezzi devono essere temporaneamente esclusi dal computo della scala mobile. Credere e far credere che basti aumentare il carico sui redditi posti al vertice della piramide dei redditieri equivale ingannare sé stessi e gli altri. Né sembra accettabile che la manovra delle imposte sarebbe inceppata dalla transizione in atto verso un sistema tributario più moderno. Ciò che in altri paesi si fa, si deve poter fare nel nostro.

La solvibilità esterna del paese non si difende seguitando a vezzeggiare l'opinione dei più. La difesa della solvibilità, dalla quale dipende la continuità del processo produttivo, costringe a far leva

sulla manovra monetaria, pur nella consapevolezza degli effetti negativi che discendono sullo sviluppo della capacità del sistema di produrre reddito. Restando invariato il disavanzo del Tesoro, il finanziamento di esso deve spostarsi verso forme dalle quali derivi una creazione meno ampia di mezzi monetari; in questa convinzione il Tesoro ha deciso di offrire alle aziende di credito e alla Banca d'Italia, affinché li ricollochino presso di esse, buoni ordinari al tasso posticipato del 15,32 per cento. Nella misura nella quale il tentativo di finanziare il disavanzo del Tesoro con mezzi non monetari abbia successo, il minore afflusso di base monetaria al sistema bancario restringerà la capacità di espansione del credito. I limiti quantitativi posti alla espansione del credito agli enti pubblici si propongono di difendere la quota destinata alle imprese; ma saranno inefficienti se non si procederà con urgenza al contenimento dei disavanzi; l'adeguamento delle tariffe dei servizi pubblici è una delle condizioni necessarie.

La restrizione di credito, nonostante i tentativi di contenerne l'impatto sulle imprese, ne aggrava la condizione e, in alcuni casi, le spinge al dissesto; induce salvataggi da parte di enti pubblici, concorre così alla estensione di quel settore, che accede al credito con la prepotenza nascente dalla garanzia basata sul diritto di battere moneta. L'introduzione di prezzi politici aggiungerebbe nuove difficoltà a quelle indicate: il trasferimento sullo Stato delle perdite che da essi discenderebbero riproporrebbe il dilemma: finanziamento del maggiore disavanzo con mezzi monetari e quindi conseguenze negative sui prezzi e sulla bilancia dei pagamenti; finanziamento con credito bancario e quindi minore disponibilità di esso per le imprese. D'altronde, in presenza di una dinamica dei prezzi molto sostenuta, l'aggiustamento dei prezzi politici avviene con contrazioni dell'offerta reale seguite da improvvise esplosioni di questi prezzi. Non è tempo di espedienti; ma di decisioni gravi nel campo delle retribuzioni e delle imposte; il ricorso alla manovra monetaria per difendere la solvibilità esterna del Paese risponde ad una dura necessità; attuare una simile manovra è un compito ingrato; l'Istituto di emissione lo adempie con determinazione.