

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 1975

ANNO 1974 (LXXXI)

CONSIDERAZIONI FINALI

III. - CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

Nel corso del 1974 il margine d'incertezza nell'economia internazionale e interna si è ampliato e la probabilità di errore nelle determinazioni di politica economica e monetaria si è accresciuta; la verifica della loro congruità e il loro adattamento al mutare delle condizioni si sono fatti più frequenti; il dialogo tra il Ministero del tesoro e la Banca d'Italia è diventato più assiduo e all'interno di quest'ultima l'esame incrociato con larga partecipazione dei rappresentanti dei Servizi più continuo; anche la collaborazione tra l'Amministrazione centrale e le Filiali si è intensificata. L'incontro odierno offre l'occasione per esporre l'insieme delle risoluzioni prese e le loro motivazioni, al fine di porgere all'opinione pubblica uno strumento per esercitare un controllo critico sui comportamenti delle autorità.

Nella conclusione della Relazione dello scorso anno affermammo che la situazione in atto e in prospettiva nei mercati internazionali induceva a credere che il progresso verso la riduzione del disavanzo della nostra bilancia dei pagamenti si sarebbe compiuto più dal lato della decelerazione delle importazioni che da quello dell'accelerazione delle esportazioni. Non avremmo potuto avviarci verso l'equilibrio, in presenza di una congiuntura internazionale caratterizzata da una flessione dell'attività, senza un andamento analogo della domanda interna: il reddito nazionale lordo in termini reali sarebbe risultato nell'anno in corso inferiore a quello del 1974 e forse a quello del 1973.

In successive dichiarazioni pubbliche insistetti nell'affermare che le economie dei paesi industriali sarebbero state investite da una recessione che avrebbe potuto degenerare, in mancanza di provvedimenti tempestivi di sostegno della domanda interna coordinati nell'ambito delle organizzazioni internazionali.

Considerazioni sulla situazione monetaria internazionale

Nell'arco temporale compreso fra la convocazione precedente e quella odierna dell'Assemblea dei Partecipanti scarsi progressi sono stati compiuti nella cooperazione internazionale. Una delle cause risiede nella concomitanza di politiche economiche orientate verso l'eliminazione rapida dei disavanzi delle bilance dei pagamenti prodotti dall'aumento del prezzo del petrolio, politiche perseguite nonostante che organizzazioni internazionali avessero avvertito che il loro effetto sarebbe stato di aggravare la recessione.

La transizione brusca del gruppo dei paesi industriali da una posizione tradizionalmente eccedentaria nei pagamenti correnti a una fortemente deficitaria non poteva avvenire senza determinare contraccolpi nei comportamenti degli operatori e delle autorità. I paesi che, nonostante tutto, hanno visto concludersi l'anno con un avanzo corrente o con disavanzi contenuti devono ciò, oltre che alla più favorevole posizione di partenza, all'energia con cui le autorità hanno contrastato la peggiorata prospettiva nei pagamenti esterni. Tra i maggiori, la Germania federale ha raddoppiato il proprio avanzo; tra quelli che si sono assegnati l'obiettivo di eliminare il disavanzo petrolifero entro un anno o due figura una metà forse dei principali paesi industriali.

Invero, non pochi paesi hanno ignorato la conclusione — inevitabile quando si voglia escludere un'implosione dell'attività economica — alla quale si era arrivati all'indomani dell'aumento del prezzo del petrolio e cioè che, data la propensione a importare dei paesi esportatori di greggio, che, pur rapidamente crescente, non era e non sarà sufficiente ancora per qualche anno a riassorbire l'eccedenza petrolifera, i paesi industriali importatori di petrolio avrebbero potuto riportare in pareggio i loro pagamenti correnti solo nel medio periodo.

Questo atteggiamento di cautela è stato anche dettato dalle difficoltà che si sono delineate, sin dall'inizio, nel finanziamento dei disavanzi. La quadruplicazione del prezzo del petrolio ha aperto nei pagamenti internazionali una voragine in cui si riversano ampi flussi di fondi. A un anno dall'aumento del prezzo, i paesi esportatori di petrolio avevano più che triplicato le loro riserve di valute, che così salivano a rappre-

sentare, a fine 1974, quasi un terzo del totale mondiale. Occorrevano iniziative lungimiranti, intese a porre il sistema monetario internazionale in grado di provvedere al finanziamento ordinato dei disavanzi petroliferi. Condizioni per il raggiungimento di tale obiettivo erano, e sono, una partecipazione equilibrata della componente di mercato e di quelle ufficiali, nonché uno spostamento verso il lungo termine delle forme di finanziamento.

L'esigenza di siffatte iniziative si è manifestata in un momento profondamente problematico della cooperazione economica internazionale, nella quale dovrebbe collocarsi anche una disciplina delle forme debordanti di potere, di influenza e di pressione con le quali le strutture oligopolistiche agiscono sul piano internazionale.

L'affermata simmetria degli obblighi di paesi in posizione eccessivamente creditoria o debitoria non sembra essere andata oltre la mera enunciazione di principio. I paesi mirando a obiettivi spesso in contrasto tra loro, è finita per prevalere l'inazione a livello ufficiale. Il maggior onere del finanziamento è caduto sul mercato e sulle sue istituzioni, le quali lo hanno assolto nel mezzo di tensioni crescenti per esse e per i loro debitori. La circostanza che paesi in posizione dei pagamenti incerta siano stati costretti a concentrare sui mercati il finanziamento del disavanzo ha esasperato quelle tensioni e contribuito a scatenare sospetti di insolvenze, che tendevano a trasformare la voragine apertasi nel sistema in voragini nazionali, incolmabili per le economie più deboli. Nel clima così creatosi vi era scarso spazio per considerazioni pacate, che tenessero nel dovuto conto, per i singoli paesi, l'uso che essi si accingevano a fare dei fondi mutuati e, per il sistema, le conseguenze, al di là del periodo breve, di una situazione in cui i prezzi relativi dei prodotti industriali e del petrolio fossero congelati al livello di inizio 1974.

La divergenza intorno ai problemi posti dall'aumento del prezzo del petrolio e alle loro soluzioni ha avuto una delle manifestazioni più evidenti quando nell'ambito del Fondo monetario internazionale si è discusso dell'opportunità di rinnovare la speciale forma di credito finanziata soprattutto dai paesi esportatori di greggio (*oil facility*). Alcuni paesi industriali, soprattutto gli Stati Uniti, hanno opposto resistenza al rinnovo e ottenuto che esso avvenisse in limiti angusti, respin-

gendo la concezione secondo la quale il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti dovrebbe essere condotto distinguendo nel breve periodo la parte del disavanzo attribuibile all'aumento del prezzo del petrolio. Questo atteggiamento probabilmente rispondeva alla convinzione dell'opportunità di rifiutare l'adeguamento del sistema monetario internazionale all'esigenza di accogliere gli effetti degli squilibri delle bilance dei pagamenti prodotti dall'aumento del prezzo del petrolio, affinché i paesi esportatori fossero indotti ad abbassare prima o poi quel prezzo.

Mentre da un lato si è preteso di esercitare un effetto di costrizione su quei paesi affinché riducessero il prezzo, dall'altro si è proposto di convenire un prezzo minimo all'importazione al fine di promuovere lo sviluppo di fonti alternative di produzione dell'energia. Ma contro l'opportunità di convenire un prezzo minimo si sono levate voci secondo le quali esso impedirebbe alle forze di mercato di ricondurre i prezzi relativi a livelli compatibili con l'equilibrio delle bilance dei pagamenti. Contemporaneamente, si è sostenuta l'opportunità che i paesi consumatori stringessero fra loro un accordo di mutua assistenza al fine di garantire la sopravvivenza dei più deboli nell'intervallo temporale richiesto dall'aggiustamento. L'accordo fra i paesi partecipanti all'OCSE ha accolto questa impostazione; ma il progetto originario, attraverso i dibattiti seguiti alla presentazione, è stato profondamente deformato, sicché quello che è stato convenuto potrebbe definirsi un patto, anziché di mutua assistenza, di mutuo sospetto.

L'accordo si basa su apporti congegnati in modo da escludere i paesi esportatori di petrolio; il concorso degli Stati Uniti si risolverebbe in una creazione addizionale di dollari e conseguentemente contribuirebbe a debilitare quella moneta nel mercato dei cambi; quello della Germania federale avverrebbe sotto forma di garanzia all'assunzione di prestiti nel mercato dell'eurodollaro, sebbene essa accenti presso le casse del proprio istituto d'emissione dollari per 22 miliardi. Osserviamo che la concezione secondo la quale i prestiti dell'OCSE dovrebbero cementare il fronte dei paesi industriali, opponendoli ai paesi esportatori di petrolio, solleva dubbi intorno all'efficacia dell'azione diretta a indurre questi ultimi ad abbassare il prezzo, mantiene immuni da vincoli le disponibilità liquide che a essi affluiscono e concorre ad alimentare nel mercato dei cambi condizioni d'incertezza.

La Comunità economica europea, nelle diverse sedi nelle quali si sono dibattuti i problemi dell'assetto del sistema monetario internazionale e del suo adeguamento all'incalzante succedersi degli eventi, non ha sempre recato un contributo coerente con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo equilibrato delle economie dei paesi membri. La concezione secondo la quale conducono alla recessione politiche che convergono nel breve periodo verso l'equilibrio delle bilance dei pagamenti, senza distinguere la quota di disavanzo assegnabile all'aumento del prezzo del petrolio, ha stentato ad acquisire diritto di cittadinanza presso gli organi della Comunità. Membri della Commissione hanno assunto l'iniziativa di annunciare ingenti prestiti comunitari destinati a finanziare i disavanzi dei paesi che incontravano le difficoltà maggiori e in qualche misura hanno contribuito a menomare il credito dei potenziali destinatari.

I dibattiti intorno al prestito comunitario da collocare sia presso i paesi esportatori di petrolio sia nel mercato dell'eurodollaro si sono conclusi nel febbraio di quest'anno. Gli importi originari sono stati ridimensionati e l'accesso ai prestiti da parte dei possibili prenditori è stato assoggettato all'osservanza di procedure costrittive. I prestiti sarebbero contratti dalla Comunità sul mercato internazionale alla condizione che uno o più membri ne avessero fatto richiesta in precedenza e nei limiti di questa. Si finanzierebbero i disavanzi dei singoli paesi anziché quello, ove esistesse, della Comunità nel suo complesso verso il resto del mondo. Il principio della solidarietà, al quale i prestiti dovrebbero ispirarsi, sembra cedere il posto a quello della tutela da parte dei paesi a economia dominante.

Mentre l'aumento generale dei prezzi ha inflazionato i valori del commercio mondiale, e quello del prezzo del petrolio ha moltiplicato l'entità dei disavanzi da finanziare, l'accrescimento di liquidità, incondizionata e condizionata, attraverso i meccanismi ufficiali è stato inadeguato; né è stato distribuito razionalmente, ma si è concentrato in paesi che non ne avevano necessità.

Da parte della generalità dei paesi si è convenuto sull'opportunità di ridurre l'oro alla condizione di merce, sopprimendo il prezzo ufficiale; da parte degli Stati Uniti e dei paesi emergenti si è ostacolata la possibilità di mobilitare l'oro congelato nelle riserve delle banche cen-

trali ammettendo la facoltà di comprare e di vendere sulla base di un prezzo derivato da quello di mercato; nonostante l'affermazione, spesso ripetuta, che i diritti speciali di prelievo sarebbero divenuti il centro del sistema monetario rinnovato, si è rinunciato a una loro creazione, non ritenuta necessaria per il supposto « effetto di giostra » che avrebbe moltiplicato la liquidità facendo rifluire ai paesi in disavanzo i dollari da essi ceduti ai paesi esportatori di petrolio; nonostante le obiezioni nostre e di altri paesi, si è concordato un aumento inadeguato delle quote nel Fondo monetario internazionale. La carenza di iniziative ufficiali ha avuto l'effetto di rendere indispensabile la moltiplicazione della liquidità attraverso i canali privati e ha indebolito l'interesse a sottoporre questi ultimi a un controllo efficace.

Agli avanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi esportatori di petrolio avrebbero potuto corrispondere disavanzi di ciascuno dei paesi importatori verso ciascuno dei primi; la regolazione degli squilibri avrebbe potuto, cioè, compiersi mediante accumulazione da parte dei paesi esportatori di crediti espressi nelle singole monete dei paesi importatori. Ovvero sarebbe potuto accadere che la parte maggiore degli avanzi dei paesi esportatori fosse finanziata in contropartita del disavanzo del paese creatore della moneta preferita. Il circuito monetario si sarebbe chiuso mediante l'espansione dell'indebitamento a breve termine di quest'ultimo: tale funzione sarebbe stata assolta dal disavanzo in termini di liquidità della bilancia dei pagamenti americana.

Il disavanzo si è manifestato, nel 1974, in un aumento delle passività a breve termine degli Stati Uniti di 24 miliardi di dollari. Questo aumento si è associato a quello, di 25 miliardi, delle passività a breve termine degli xenomercati, al netto delle operazioni interbancarie. La somma di queste due poste misura l'aumento delle disponibilità liquide in dollari del resto del mondo; l'impiego forzato del dollaro ne aumenta l'instabilità e ne danneggia la funzione di moneta internazionale.

Nel 1974 l'aumento complessivo delle riserve ufficiali è stato pari a circa il 20 per cento e quello delle xenovalute, considerate, per evitare duplicazioni, al netto dei conti interbancari e di quelli intestati ad autorità ufficiali, del 6 per cento. Rapportando il volume dell'interscambio mondiale alla consistenza di queste due grandezze, si ottiene un indice della velocità di circolazione della liquidità internazionale

pari a 2,4 contro 1,9 nel 1973. L'insufficiente creazione di moneta internazionale è evidente ove si consideri che le riserve ufficiali dei maggiori paesi industriali sono cresciute di appena il 4 per cento; per di più esse hanno mostrato la tendenza a concentrarsi in quelli con un avanzo di parte corrente; i restanti paesi hanno contratto debiti internazionali per un importo equivalente a circa 15 miliardi di dollari.

L'insieme delle pressioni descritte ha contribuito a sospingere i tassi d'interesse, soprattutto quelli a breve termine, a livelli inusitati e ha reso più oneroso il finanziamento dell'aumento del prezzo del petrolio e più vantaggioso per i beneficiari di quell'aumento il mantenimento del ricavato sotto forma liquida; anche dal lato monetario è quindi derivata una remora alla spendita degli avanzi petroliferi e al loro investimento a lungo termine.

Il mancato adeguamento degli strumenti ufficiali di riserva agli accresciuti bisogni del commercio mondiale ha instaurato il circolo vizioso della necessità di una creazione di dollari attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in termini di liquidità; di una maggiore tendenza a convertire dollari in altre valute; dell'indebolimento del dollaro. Inoltre, motivazioni estranee alla situazione della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti hanno suscitato imponenti trasferimenti di fondi in dollari; i corsi dei cambi hanno registrato forti oscillazioni: fra il marzo 1974 e il marzo 1975 l'apprezzamento del marco tedesco e del franco svizzero rispetto al dollaro è stato pari, rispettivamente, al 13 e al 25 per cento.

L'instabilità dei cambi mieteva vittime nei sistemi bancari, soprattutto perché si ponevano in essere operazioni speculative, in alcuni casi in violazione delle disposizioni delle autorità. Nel giro di pochi mesi, verso la metà dell'anno scorso, numerose banche, non tutte minori, subivano ingenti perdite sulle operazioni in cambi e alcune fallivano. Le grandi banche operanti sull'euromercato riducevano i depositi e le linee di credito alle minori, specie a quelle dei paesi ritenuti finanziariamente meno solidi. Ciò contribuiva a incrinare la fiducia negli istituti medio-piccoli e a far trasferire i depositi presso quelli più grandi. La conseguente crisi di liquidità di numerose banche medio-piccole inceppava il funzionamento degli euromercati, anche perché alcune grandi banche, presso le quali si concentravano gli euro-

depositi, mostravano difficoltà a espandere il credito a causa dell'elevato rapporto tra passività e capitali propri.

Le autorità monetarie degli Stati Uniti hanno mostrato di fatto un atteggiamento d'indifferenza verso l'andamento del corso del dollaro nei mercati dei cambi; in alcuni momenti sono intervenute per moderare l'ampiezza delle oscillazioni, ma gli interventi non si sono proposti di difendere una relazione di cambio giudicata consona alla condizione di equilibrio dei mercati. Le autorità monetarie della Comunità economica europea hanno convenuto di coordinare gli interventi in dollari allo scopo di mantenere condizioni ordinate sul mercato dei cambi. Tuttavia, non hanno definito una politica di medio periodo nei confronti del dollaro, rassegnandosi a subire le iniziative del paese che lo crea, e di quelli che lo detengono. Il consolidamento della situazione economica della Francia ha indotto le autorità ad annunciare l'intento di reinserire il franco nell'area delle monete partecipanti all'accordo di fluttuazione congiunta. Gli eventi narrati mostrano l'opportunità di un ampliamento dell'area della stabilità; questo non sarebbe duraturo se non si creassero le condizioni della coesione. Tali condizioni sono state da noi indicate nel corso dei dibattiti degli ultimi anni; una di esse è l'impegno ad attuare politiche concertate nei confronti del dollaro.

Progressi sostanziali verso l'unificazione economica sono la condizione necessaria affinché l'area di stabilità delle monete europee si affermi. L'unificazione economica potrebbe essere parte del processo di ricostituzione di un ordine mondiale basato sulla cooperazione e volto alla diffusione del benessere. La redistribuzione del peso economico, e del potere che vi si accompagna, fra paesi e gruppi di paesi i quali in passato avevano accettato la posizione che l'economia americana aveva rafforzato a seguito della guerra, presuppone che quei paesi si assumano gli obblighi che la funzione di guida impone loro, anche se ciò dovesse richiedere a breve termine il sacrificio di aspirazioni e interessi nazionali.

In situazioni di estrema gravità si tende a dirimere le questioni sui modi di esercitare la funzione di guida accettando quella del paese che ha il maggior peso economico e politico. Non è detto che questa debba essere la soluzione fra paesi di matura civiltà, il cui dinamismo economico tenda verso un assetto equilibrato, di tipo

policentrico. Una guida collettiva è indice appunto di un alto grado di maturità e può essere tanto efficiente quanto quella esercitata da una superpotenza. E' invece la carenza della funzione di guida che il sistema non può sostenere in situazioni di crisi grave, senza scivolare verso forme aberranti di instabilità.

Numerosi paesi, tra i quali gli Stati Uniti e la Germania federale, in questi ultimi mesi hanno imboccato la strada della reflazione, azionando gli strumenti della politica fiscale e di quella monetaria e creditizia; quest'ultima aveva svolto una funzione di primo piano nel perseguire il rallentamento della crescita dei costi e dei prezzi. L'eventualità di una ripresa dell'attività produttiva tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo e l'atteso ulteriore rallentamento della spirale dei prezzi fanno apparire non improbabile per quel periodo il superamento della fase acuta delle presenti difficoltà cicliche. Ma, guardando oltre, l'evoluzione dell'economia mondiale non potrà non risentire dei problemi strutturali, interni e internazionali, non ancora risolti.

Su quelli interni, che sono in primo luogo responsabilità dei singoli paesi, ci si soffermerà nel seguito di queste considerazioni; giova comunque notare, a questo punto, che quanto più ciascun paese avrà progredito verso la soluzione dei propri problemi, tanto maggiore sarà il contributo che potrà apportare alla soluzione di quelli internazionali. Non si può riformare con effetto duraturo l'assetto economico e monetario internazionale senza il ripristino di condizioni di stabilità all'interno dei vari paesi. Finché questi troveranno difficoltà a risolvere i propri problemi interni, vi sarà la tendenza a piegare a quel fine gli strumenti della politica commerciale e monetaria internazionale. Per definizione, quegli strumenti escludono che se ne possa fare un uso ottimale ignorandone la portata propriamente internazionale.

E' vero che l'ordine monetario ed economico scaturito da Bretton Woods e dagli altri accordi post-bellici aveva raggiunto un grado di obsolescenza politica ed economica tale che ormai la sua capacità di contribuire a uno sviluppo armonico dell'economia mondiale si era di fatto esaurita. Un nuovo ordine, però, in cui l'avanzamento verso la prosperità e il progresso siano cercati in meccanismi quali il commercio fra Ovest ed Est e la diffusione del processo di sviluppo a zone rimaste finora ai margini, non può essere costruito disfacendo l'ordito di rap-

porti multilaterali; esso ha integrato i mercati nazionali a dimensione sub-ottimale in un mercato che, pur non avendo dimensione planetaria, ha liberato dal bilateralismo degli anni trenta e dei primi anni di questo dopoguerra. Ma è proprio verso il bilateralismo che può spingere l'accresciuto grado di instabilità dell'economia mondiale.

Una ricaduta generalizzata nel bilateralismo non può essere validamente contrastata ostinandosi a predicare la devozione a un modello derivato da quello dominante nello scorso quarto di secolo: occorre cominciare a ricostruire con paziente tenacia. Come avevano intravisto alcuni fra i partecipanti ai lavori per la riforma del sistema monetario internazionale, i problemi del cosiddetto periodo interinale sono quelli sui quali dovrà soprattutto cimentarsi la capacità di ricostruire il sistema. Le soluzioni risulteranno più feconde se le autorità accoglieranno le sollecitazioni provenienti dai mercati, componendole in un quadro di coerenze.

Ho sottolineato in altre occasioni che le distanze tra le autorità monetarie e i mercati si sono accorciate: sul piano delle idee, quanto all'assetto ottimale da dare al sistema monetario internazionale, e su quello pratico. Ciò è avvenuto anche perché è cresciuta la dipendenza dal mercato per il finanziamento dei disavanzi. In assenza di controlli di natura pubblica, lo stesso mercato ha sperimentato gli squilibri tipici di un sistema bancario lasciato a se stesso e ha invocato interventi regolatori della liquidità. Le richieste dei banchieri internazionali hanno assunto la forma quasi esclusiva di una sollecitazione rivolta alle autorità a esercitare la funzione di prestatrici di ultima istanza, nel caso di spostamenti di depositi subitanei e indipendenti dalla corretta amministrazione delle banche. Ma essi hanno continuato a insistere sull'inopportunità di estendere all'euromercato le stesse regole vigenti per i sistemi bancari nazionali, argomentando che, sussistendo necessariamente aree non regolate, il mercato si trasferirebbe in queste ultime, gli attuali centri finanziari verrebbero privati della loro supremazia, l'efficiente amministrazione dei fondi in valuta verrebbe compromessa. Come misura di questa efficienza si menziona il più ridotto divario fra tassi attivi e passivi rispetto a quelli vigenti nei mercati nazionali.

Queste argomentazioni entrano in contraddizione tra loro allorché si invoca un'offerta di liquidità di ultima istanza senza riconoscere alle

autorità la responsabilità di giudicare a chi prestare, per quale importo e a quale fine. Si tratta non soltanto di assistere banche in difficoltà, ma anche di decidere se riprendere sul mercato o da altre banche quanto dato per prevenire crisi di fiducia. Né le motivazioni addotte corrispondono a condizioni operative, in quanto esistono strumenti capaci di impedire spostamenti di depositi dall'area regolata a quella non regolata.

In tema di liquidità internazionale le autorità continuano nella loro impostazione dicotomica: da un lato, considerano liquidità internazionale soltanto le riserve ufficiali, cioè gli strumenti finanziari che esse stesse detengono (oro, diritti speciali di prelievo, posizione sul Fondo, dollari e altre valute); dall'altro, insistono nel considerare il mercato internazionale delle valute come un luogo estraneo all'equilibrio delle proprie riserve e delle parità monetarie e professano la convinzione della responsabilità primaria nazionale nel governo dell'euromercato e più in generale degli xenomercati. Questo atteggiamento non riflette le condizioni dell'azione delle stesse autorità e del mercato, nel quale i diversi strumenti convivono; né le condizioni di mercato di uno strumento possono mutare senza che ciò si ripercuota sugli altri, e quindi sulle preferenze delle autorità monetarie.

Il successo della riforma esige una programmazione dell'azione ufficiale estesa a tutti gli strumenti e adattabile al mutare della congiuntura. In questo quadro d'insieme, l'ammontare delle quote e delle forme speciali di credito nel Fondo monetario internazionale, il prezzo dell'oro, il volume dei diritti speciali di prelievo e dei dollari si determinerebbero in maniera coordinata. Questa sembra essere la lezione che si può trarre dal succedersi degli eventi connessi con l'aumento del prezzo del petrolio, che ci hanno impegnato in molte sedi e che soltanto apparentemente ci hanno allontanato dall'orizzonte della riforma dell'ordine monetario internazionale. Questi eventi hanno dato spicco ai punti di debolezza dell'attuale sistema, contribuendo a spingere la comunità dei paesi verso una soluzione negoziata: occorre però arrivarci con chiarezza di idee.

La trattativa in atto nell'ambito del Fondo monetario internazionale non ha consentito di definire obiettivi verso i quali tendere in un quadro contingente profondamente mutato rispetto a quello originario. Secondo

gli Stati Uniti, il ricorso alla fluttuazione dei tassi di cambio dovrebbe essere accolto nell'assetto definitivo del sistema; secondo altri, il funzionamento ordinato degli scambi e dei pagamenti internazionali dovrebbe basarsi su parità fisse, anche se sottoposte a correzione più frequente. Esiste concordanza sul principio che l'adeguamento della liquidità internazionale dovrebbe essere affidato ai diritti speciali di prelievo e concorrere a promuovere uno sviluppo economico equilibrato. Ai paesi più poveri dovrebbe essere assegnata una quota maggiore delle risorse mondiali; ma alle loro attese si risponde costituendo comitati e sottocomitati.

Nelle Relazioni passate ciascuno di questi temi è stato a lungo dibattuto. Sulla posizione dei diritti speciali di prelievo e dell'oro nel sistema monetario internazionale abbiamo invocato soluzioni fondate sulla ragione, adoperandoci affinché divenissero operative. Il marco tedesco, seguito da altre valute, ha espresso il suo valore in termini di diritti speciali; è stata approvata una nuova unità di conto europea, suscettibile, nel corso del tempo, di estese applicazioni; non più misura dei valori del sistema, l'oro è divenuto un serbatoio dei valori e ha potuto essere impiegato come strumento di garanzia. Nonostante l'ingente crescita del prezzo del metallo nel mercato libero, il sistema monetario internazionale si è reso meno dipendente dall'oro e più ancorato ai diritti speciali di prelievo; ma il rifiuto di adeguare la loro quantità alle accresciute esigenze di finanziamento degli squilibri e il mantenimento delle attuali limitazioni alla loro circolazione inducono a dubitare della forza della ragione alla quale la loro istituzione si ispirava.

La nostra presenza nelle organizzazioni internazionali si è proposta di cogliere, attraverso le analisi che vi si compiono, le tendenze evolutive della situazione economica, la cui interpretazione è divenuta più complessa. Il riesame dei pareri espressi in alcune di quelle organizzazioni, come ad esempio nell'ambito della Comunità economica europea, mostra il mutare degli atteggiamenti in breve spazio di tempo e la conseguente difficoltà di adattare le politiche nazionali. Alla fine del 1973 l'accentuazione del rialzo dei prezzi domina il quadro congiunturale; la domanda globale in espansione preme sull'apparato produttivo; la lotta contro l'inflazione è l'obiettivo prioritario; il suo conseguimento richiede di frenare la domanda. Le caratteristiche della

situazione sono correttamente delineate, ma gli orientamenti di politica economica che se ne deducono restano ancorati alla linea interpretativa degli anni '60. Si suggeriscono provvedimenti come se i termini del problema non avessero subito mutamenti e si attende che alle azioni di politica economica seguano con la passata consequenzialità gli effetti riequilibratori.

La crisi energetica rende più complessi i problemi economici e più confuso il quadro previsionale: si riconosce che l'assorbimento dell'accresciuto costo delle fonti energetiche impone una ristrutturazione delle economie e si indicano, quali condizioni per realizzarla, un accrescimento dei consumi privati sensibilmente più lento di quello del prodotto nazionale lordo e un'attiva politica sociale. La politica economica comunitaria avverte così la necessità di una strategia a medio termine, che tuttavia viene fatta discendere unicamente dalla crisi petrolifera.

Ma ancor prima della crisi del petrolio, all'interno dei singoli paesi, i vari gruppi premevano per una politica sociale più attiva, caratterizzata da interventi che mutassero la composizione della domanda contenendo la quota dei consumi privati e ampliando quella dei consumi sociali. Anche nei paesi con minori squilibri territoriali e sociali, la qualificazione del prodotto nazionale lordo aveva assunto importanza maggiore del suo aumento; l'obiettivo principale non era l'elevatezza del tasso di sviluppo, ma la ricerca di più accettabili modi di produrre e l'orientamento della produzione verso il soddisfacimento dei bisogni sociali, della cui priorità i cittadini stavano prendendo crescente consapevolezza. La sottovalutazione dell'importanza della politica economica di medio periodo da parte degli organi comunitari risale ai vincoli politici, espressi e inespressi, che hanno condizionato l'impostazione dell'attività di quegli organi. L'approccio ai problemi di struttura presuppone la disponibilità ad accogliere un'impostazione soprannazionale e implica l'impegno di accettare oneri che nell'immediato appaiono solo a vantaggio di alcuni paesi. Soltanto l'esistenza di questa condizione pregiudiziale avrebbe potuto stimolare, attraverso l'analisi critica delle vicende economiche dei paesi della Comunità dalla sua costituzione, quella fantasia che consente di trascendere il contingente e speculare il futuro.

L'approccio congiunturale ha invece avuto la prevalenza e, mancando l'approfondimento delle cause, più facilmente le previsioni sono

state contaminate dai desideri. Non si è avvertito che stava per iniziare la piú grave recessione dal dopoguerra. Soltanto dall'autunno i rapporti sullo stato dell'economia comunitaria prendono atto del deterioramento della situazione; manifestano sorpresa per l'inquietante ritardo nella ripresa degli Stati Uniti; costatano che anche in Francia e in Germania federale è subentrata una fase di ristagno; all'inizio del nuovo anno, i dati statistici danno la misura del calo della produzione in quasi tutti i paesi industriali; le possibilità di ripresa, sia negli Stati Uniti sia in Germania federale, Olanda e Francia, vengono spostate sempre piú avanti nel tempo, nel migliore dei casi al secondo semestre 1975; le previsioni di sviluppo del reddito nella Comunità economica europea sono di mese in mese ritoccate in senso riduttivo; tra gli obiettivi di politica economica, accanto alla lotta all'inflazione, compare il riassorbimento della disoccupazione.

Per la prima volta dalla fine della guerra il gruppo dei paesi industriali ha subito una flessione dell'attività economica. Fra i maggiori paesi europei, il rallentamento della domanda interna, nel 1974, è stato particolarmente severo nella Germania federale. Con un interscambio non molto inferiore a quello degli Stati Uniti, e con una quota di esso che si svolge con gli altri paesi europei doppia di quella americana, le fluttuazioni nell'attività economica della Germania federale costituiscono ormai il fattore esterno singolarmente piú importante per la congiuntura di quei paesi.

Il numero dei disoccupati nei paesi industriali è salito nei primi mesi di quest'anno a oltre 15 milioni; sarebbe salito ancor piú, se in alcuni paesi, e in particolare nel nostro, non fosse stato contenuto da istituti che diffondono l'onere dell'aggiustamento su porzioni importanti della manodopera industriale attraverso la riduzione delle ore lavorate. Si è ottenuto cosí che la recessione gravasse meno sulla frangia dei lavoratori marginali; ma le tensioni sociali e politiche, attizzate dall'inflazione, sono divenute inquietanti.

La resistenza della presente crisi al trattamento relativamente rapido che le politiche di stabilizzazione dovrebbero consentire deriva dal peso che in essa hanno fattori strutturali. Sono proliferati i corpi che sono riusciti a circondarsi di una schermatura protettiva ampliando le zone di rigidità che intralciano il processo di aggiustamento, rendendolo piú costoso. L'eliminazione dell'eccesso generalizzato di do-

manda, che aveva contraddistinto le economie dei paesi industriali fin verso l'inizio del 1974, e il sopraggiunto difetto di domanda globale, indicato dal declino del grado di utilizzo della capacità produttiva, non sono valsi a sradicare l'inflazione. Questa, nella sua importante componente strutturale, postula programmi a livello disaggregato, la cui pienezza di risultati è affidata ad azioni coerenti nel medio periodo.

Nella generalità dei paesi industriali lo spazio di frenata delle politiche monetarie è stato particolarmente lungo, specie per effetto della condizione iniziale di ampia liquidità prevalente in molte economie, allorché, tra la fine del 1972 e il principio del 1973, furono introdotte le misure restrittive. Tale condizione derivava dalla sostenuta creazione di liquidità internazionale nel triennio 1970-72 e dalle politiche monetarie interne di tipo espansivo seguite da molti paesi nel 1971 e nella maggior parte del 1972. Essa è testimoniata dal rapporto tra attività liquide e reddito nettamente superiore alle tendenze di medio periodo sia per le imprese sia per le famiglie. Le imprese, in particolare, presentavano nel 1971-72 una posizione netta di liquidità che appariva alquanto elevata e che veniva successivamente sostenuta dai profitti di congiuntura derivanti dalla rapidità e dalla natura inflazionistica dell'espansione ciclica.

Le politiche di restrizione creditizia in atto nei principali paesi industriali sono continuate, e in alcuni casi si sono accentuate, nel primo semestre del 1974, nonostante che l'inversione ciclica fosse avvenuta e gli investimenti in termini reali rallentassero sensibilmente. Si deve attribuire ciò non soltanto alla priorità assegnata all'obiettivo dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, ma anche alla difficoltà di graduare la manovra sulla base dei normali indicatori monetari, in un periodo di forte inflazione, di aspettative inflazionistiche variamente diffuse, di prezzi relativi in rapido mutamento. Ha concorso la sottovalutazione delle tendenze recessive, latenti o ormai manifeste, dalla quale alcune istituzioni internazionali deducevano l'incitamento affinché i paesi in disavanzo riequilibrassero rapidamente le loro economie.

Nella descritta situazione internazionale si è inserita la nostra azione diretta a ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e a moderare l'intensità degli impulsi inflazionistici.

Nel maggio scorso il disavanzo autonomo della bilancia dei pagamenti, escluso cioè il flusso dei prestiti compensativi, aveva superato, dall'inizio dell'anno, i 6 miliardi di dollari. L'aumento dei prezzi ingrosso e di quelli al consumo nei tre mesi precedenti era avvenuto a tassi annui del 58 e del 24 per cento. Non esistevano possibilità di accesso al mercato finanziario internazionale, poiché il nostro indebitamento si aggirava sui 10 miliardi di dollari; avevamo tratto integralmente sulla linea di credito concessaci dalla Comunità economica europea a titolo di sostegno a breve termine; residuavano le possibilità di trarre sulla linea di credito aperta dal Fondo monetario internazionale, ed eventualmente sulla *oil facility*.

In questa condizione di solitudine appariva confermata l'esigenza di condurre con determinazione una politica autonoma che evitasse la bancarotta della nostra economia; la stampa internazionale e quella interna non ponevano in dubbio se essa sarebbe avvenuta, ma soltanto speculavano intorno al momento nel quale ciò sarebbe accaduto.

Nei primi quattro mesi di quest'anno la bilancia dei pagamenti valutaria ha presentato un saldo autonomo attivo per circa 100 milioni di dollari. Nello stesso periodo abbiamo rimborsato prestiti compensativi per 400 milioni di dollari, estinto il deposito della Bundesbank per 500 milioni e abbiamo tratto dal Fondo monetario 378 milioni di dollari, completando così il prelievo per 1.214 milioni di dollari sulla linea di credito concessaci; inoltre abbiamo pagato interessi passivi per circa 400 milioni. Nel mese di maggio gli interventi nel mercato dei cambi si sono conclusi con un introito di alcune decine di milioni di dollari; nello stesso mese ha avuto luogo un'ulteriore riduzione dell'indebitamento esterno. L'aumento dei prezzi ingrosso e di quelli al consumo nei tre mesi precedenti è avvenuto a tassi annui, rispettivamente, del 3 e del 12 per cento.

Come affermammo nella Relazione dell'anno scorso, non poteva non avvenire una riduzione del ritmo di attività; ma nel primo trimestre dell'anno in corso la produzione industriale si è mantenuta in prossimità del livello toccato nel quarto trimestre dell'anno precedente.

La situazione patrimoniale sull'estero delle istituzioni monetarie, inclusi i prestiti compensativi, appare equilibrata, se si valuta l'oro al prezzo di riferimento di 149 dollari per oncia assunto nell'operazione

di deposito incrociato fra la Banca d'Italia e la Bundesbank. In seguito alla conversione del sostegno a breve della Comunità economica europea in concorso a medio termine, le passività complessive di 15 miliardi di dollari risultano quasi esclusivamente a medio e a lungo termine.

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti corrente è stato ricondotto entro limiti nei quali dovrebbe riuscire possibile finanziarlo mediante movimenti di capitali autonomi e crediti concessi da istituzioni internazionali. In altre parole, l'obiettivo della difesa della solvibilità esterna del paese è stato raggiunto.

Le stime del disavanzo per il 1975 sono state riviste di recente verso il basso, ma seguitano a indicare ammontari cospicui. L'evoluzione della bilancia dei pagamenti è attribuibile alla caduta delle quantità importate e dei prezzi di molte materie prime industriali e di alcune derrate alimentari; la debolezza della domanda estera limita le prospettive di migliorare lo sviluppo dell'esportazione. Una ripresa dell'attività economica interna, anche se affidata ai settori con contenuto d'importazioni relativamente basso, non potrà non esercitare un effetto di stimolo sugli acquisti all'estero; il vincolo della bilancia dei pagamenti si manifesterà allora in tutta la sua crudezza, se non sarà allentato dall'espansione delle esportazioni, e questa non avverrà se costi e prezzi non saranno competitivi. La compensazione del disavanzo petrolifero richiede un avanzo nei restanti scambi di merci e servizi pari al 4,5 per cento del reddito nazionale; un'eccedenza di quest'ordine di grandezza fu conseguita negli anni 1965-68, in presenza di una domanda mondiale sostenuta e di continui guadagni di quote di mercato da parte delle nostre esportazioni.

Considerazioni sulla situazione monetaria interna

L'inversione del ciclo è stata determinata in Italia, come in altri paesi industriali, dagli effetti diretti e indiretti di contenimento della domanda indotti dall'aumento del prezzo del petrolio e delle altre materie prime e dai provvedimenti di politica economica messi in atto per sollecitare il riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

L'aumento dei prezzi delle merci importate, rappresentate per oltre il 40 per cento da materie prime e fonti di energia, ha superato largamente quello dei prezzi delle merci esportate, costituite essenzialmente da manufatti. Ove le quantità dei beni e servizi scambiati fossero rimaste uguali a quelle dell'anno precedente ne sarebbe derivato, per tutto l'anno 1974, un aggravio di quasi 5.000 miliardi di lire nel disavanzo; quest'ultimo avrebbe raggiunto i 7.500 miliardi.

Il peggioramento delle ragioni di scambio con l'estero si è tradotto in un forte divario tra l'incremento dei prezzi impliciti dei consumi e degli investimenti interni, pari al 21,6 per cento, e quello dei prezzi impliciti del prodotto lordo, pari al 16,6 per cento. L'aumento del prodotto lordo è stato a prezzi costanti del 3,4 per cento, insufficiente a compensare quel divario: il potere d'acquisto distribuito ai fattori produttivi è diminuito dello 0,8 per cento. Ciò ha contribuito al forte rallentamento della domanda interna, cresciuta dell'1,7 per cento a prezzi costanti, contro il 7,3 dell'anno precedente.

L'aumento di prodotto non assorbito dalla domanda interna è stato trasferito all'estero, dando luogo a una riduzione del disavanzo in termini reali, che ha consentito di contenere il peggioramento del saldo degli scambi di beni e servizi in poco più di 3.000 miliardi. La riduzione del potere d'acquisto dei redditi distribuiti all'interno ha riguardato sia le famiglie sia le imprese; anche a seguito degli inasprimenti fiscali, il reddito disponibile delle famiglie è diminuito del 2,4 per cento; è pure avvenuta una contrazione, sempre in termini reali, dei profitti lordi delle imprese non finanziarie, dato il forte aumento dei prezzi dei beni capitali.

Il deterioramento, nel corso dell'anno, dei conti economici delle imprese e l'accumulazione delle scorte di prodotti finiti hanno mantenuto elevata la domanda di credito anche alla fine del 1974 e al principio del 1975, allorché la flessione della domanda aggregata e della produzione era già in atto, contribuendo a rallentare la riduzione dei tassi d'interesse a breve termine. In particolare, ampia e crescente è stata la quota dei finanziamenti complessivi destinata a coprire i disavanzi degli enti e delle imprese che offrono servizi pubblici, perché l'alterazione dei prezzi relativi causata dal processo inflazionistico si è ripercossa sfavorevolmente sui settori i cui prezzi si adeguano con maggiore lentezza al mutare delle condizioni dell'economia.

Nella prima parte dell'anno 1974 il comportamento delle imprese e delle famiglie è stato orientato dall'aspettativa di un'inflazione incontrollata. Le imprese hanno continuato un'intensa attività d'investimento in capitale fisso, tendendo inoltre a riportare le scorte verso livelli normali, e hanno acquisito attività finanziarie sull'estero; quando il credito non è stato sufficiente, hanno attinto alle disponibilità monetarie accumulate. Le famiglie hanno tentato di mutare la composizione della ricchezza, orientandosi verso gli immobili e i beni rifugio, provocando forti aumenti dei loro prezzi; all'interno della ricchezza finanziaria, è aumentata la preferenza per le attività liquide; la propensione al consumo è cresciuta.

Incertezze nel combattere le spinte inflazionistiche e nell'adattare la politica di sostegno dei corsi obbligazionari hanno aggravato i timori di perdita di potere d'acquisto e di diminuzione delle quotazioni: lo squilibrio del mercato finanziario è risultato di dimensioni ingenti. Nonostante il razionamento delle nuove emissioni e il vincolo di portafoglio imposto alle aziende di credito, il mercato ha potuto essere ricondotto all'equilibrio soltanto con l'aumento dei tassi d'interesse; questo si è realizzato nel periodo compreso tra marzo e novembre.

Le distorsioni nell'allocazione del risparmio hanno reso impossibile il finanziamento del Tesoro con mezzi non monetari; per mantenere il controllo del processo di creazione della base monetaria le autorità hanno introdotto nuovi strumenti volti ad assorbire l'eccedenza di liquidità immessa nel sistema dal Tesoro. Allorché la distruzione di base monetaria causata dalla bilancia dei pagamenti diminuiva, le autorità monetarie, dopo aver limitato l'ulteriore indebitamento con l'estero delle banche, hanno manovrato le operazioni di mercato aperto e il rifinanziamento delle aziende di credito in modo da regolare la crescita della base monetaria, e quindi l'espansione del credito, anche in conformità agli impegni assunti in sede internazionale. Essendosi giudicato insufficiente il controllo del credito bancario esercitato attraverso la regolazione della base monetaria, e insoddisfacenti le sue destinazioni, è sembrato opportuno introdurre un limite all'accrescimento complessivo degli impieghi, mantenendo alcuni criteri di allocazione degli stessi, e rinnovare l'obbligo d'investimento in titoli.

Nel primo trimestre del 1974 la regolazione della base monetaria è avvenuta con la distruzione di liquidità effettuata dal disavanzo della

bilancia dei pagamenti e con il rimborso di parte delle anticipazioni a scadenza fissa concesse in dicembre al sistema bancario. Collocamenti di BOT avrebbero consentito un piú stretto controllo della liquidità delle aziende di credito; ciò sarebbe stato possibile se i tassi d'interesse sui BOT e i tassi ufficiali fossero stati sollecitamente adeguati alle condizioni di equilibrio del mercato, parzialmente celate dalla politica d'intervento sui tassi a lungo termine.

Nel secondo trimestre il drammatico deterioramento della bilancia dei pagamenti e le insostenibili pressioni sulle riserve ufficiali inducevano le autorità monetarie a spostare l'obiettivo di politica economica dalla crescita del reddito al contenimento del disavanzo con l'estero. L'ingente fabbisogno di cassa del Tesoro, finanziabile soltanto mediante creazione di base monetaria, alimentava all'interno il processo inflazionistico e aggravava il disavanzo della bilancia dei pagamenti, vanificando i vantaggi del deprezzamento esterno della lira.

Le autorità monetarie compensavano in misura minore che in precedenza la distruzione di base monetaria determinata dai rapporti con l'estero; in maggio venivano emessi BOT a tre mesi al tasso del 15,32 per cento, e ciò consentiva di non immettere liquidità nel sistema attraverso il rimborso dei titoli in scadenza.

Nel periodo compreso tra febbraio e maggio 1974 seguitammo a intervenire intensamente a sostegno dei titoli, sia pure a corsi via via decrescenti, nonostante che ci proponessimo di contenere l'espansione della base monetaria. L'apparente contraddizione dipende dal convincimento dell'opportunità di impedire il precipitare dei corsi in un momento nel quale la diffusione dell'informazione intorno all'aggravarsi della bilancia dei pagamenti ingenerava il panico fra i risparmiatori. In giugno il sostegno veniva abbandonato; nonostante che il rialzo dei tassi a lungo termine fosse rapido e questi raggiungessero i livelli vigenti all'estero, il mercato non trovava un nuovo equilibrio per l'incertezza sul futuro corso dell'inflazione, della politica monetaria e di quella fiscale. L'aumento dei tassi a breve termine era ancora piú rapido: tra la fine di aprile e la fine di giugno quello sui depositi interbancari saliva dal 13 al 18 per cento. L'operare congiunto della bilancia dei pagamenti e del vincolo di portafoglio causava una rapida flessione dell'offerta di prestiti bancari.

L'istituzione del deposito obbligatorio sulle importazioni concorreva a esercitare un effetto di restrizione monetaria. Il ritmo di crescita dei depositi bancari subiva una flessione, nonostante lo spostamento della preferenza del pubblico verso le attività liquide.

In giugno e in luglio, al fine di non distruggere base monetaria, non venivano offerti BOT all'asta. In luglio le aziende di credito chiedevano BOT alla Banca d'Italia per investire una parte della liquidità e rimborsavano l'indebitamento con la banca centrale contratto nel mese precedente; i tassi a breve termine cominciavano a diminuire. Veniva mitigato l'onere del deposito obbligatorio sulle importazioni con la riduzione dello stesso sulle carni bovine e l'esenzione di alcuni prodotti agricoli. Si invitavano le banche a non aumentare le esposizioni debitorie nette verso l'estero, anche allo scopo di contrastare la crisi di credibilità del nostro sistema sui mercati internazionali. Il Comitato interministeriale del credito, nell'intento di promuovere i finanziamenti all'edilizia, all'agricoltura e all'esportazione, deliberava provvedimenti concernenti il collocamento delle cartelle fondiari e l'adeguamento dei tassi base del credito agevolato alle condizioni di mercato.

In agosto e in settembre l'andamento della bilancia dei pagamenti confermava il miglioramento delineatosi in luglio; la Banca d'Italia tendeva a stabilizzare la quantità complessiva di base monetaria posseduta dalle banche; queste procedevano a rimborsare parte dei debiti verso l'estero e verso l'Istituto d'emissione; inoltre, acquistavano da questo BOT in aggiunta a quelli domandati alle aste mensili; i tassi d'interesse sul mercato interbancario scendevano; appariva qualche miglioramento nei corsi dei titoli a lungo termine. La tendenza ascendente dei tassi sui mercati internazionali si invertiva: vi era la probabilità che tale cambiamento non fosse un evento transitorio, date le aspettative di minor crescita della domanda. Ci chiedemmo se dovessimo oppure no riattivare la politica di sostegno al mercato finanziario. Preferimmo rinviare di qualche mese; gli eventi dell'ottobre confermarono la fondatezza di quella prudenza.

Nel mese di ottobre, infatti, in coincidenza con l'incerta situazione politica, i movimenti speculativi di capitali si rinvigorivano; nonostante gli ingenti interventi nel mercato dei cambi da parte della Banca

d'Italia, non poteva essere evitato un deprezzamento della lira, che continuava in novembre. La politica monetaria diveniva nuovamente piú cauta; la domanda di prestiti bancari restava elevata; i tassi d'interesse nel mercato interbancario tornavano a salire; tutti i tassi muovevano verso l'alto. Questo andamento, insieme con la perdurante incertezza nel mercato finanziario, favoriva la preferenza del pubblico per i depositi bancari. I tassi a lungo termine raggiungevano livelli elevatissimi.

Alla fine del mese di ottobre veniva soppresso il deposito sull'importazione di carne bovina; nella prima decade di novembre scadevano i sei mesi dall'entrata in vigore del deposito: per le esenzioni intervenute nei primi mesi di applicazione l'effetto netto diveniva quello di immettere base monetaria nel sistema, inizialmente per circa 100 miliardi al mese. Nella prima metà di novembre la pressione dei movimenti speculativi nel mercato dei cambi restava intensa. In queste condizioni si effettuavano due emissioni di BOT a tre mesi e a un anno, offerti rispettivamente al 15,32 e al 15,61 per cento: tra assegnazioni all'asta e acquisti diretti presso la Banca d'Italia la sottoscrizione delle aziende di credito riconduceva la liquidità del sistema bancario nei limiti desiderati.

Nella seconda metà di novembre il cambio della lira si stabilizzava, sebbene i nostri interventi nel mercato dei cambi si riducessero sensibilmente; inoltre, affluivano informazioni attestanti la decelerazione dei prezzi ingrosso e il rallentamento della domanda di credito a breve termine. In dicembre il corso della politica monetaria veniva mutato, nonostante che la bilancia dei pagamenti continuasse a essere in disavanzo: gli strumenti disponibili venivano orientati in senso espansivo. Non venivano emessi BOT; il rifinanziamento al sistema bancario diveniva piú abbondante; si consentiva l'immissione nelle riserve obbligatorie di 300 miliardi di cartelle fondiarie con ritiro di contante; in pari tempo la consistenza dei depositi obbligatori sulle importazioni scemava. Il Comitato del credito verso la fine di dicembre esentava i crediti alle esportazioni dal contingentamento degli impieghi e « globalizzava » quello dei prestiti alle imprese produttive, sopprimendo il massimale specifico per quelle con le esposizioni maggiori.

Nei primi mesi del 1975 il corso assunto dalla politica monetaria veniva confermato: l'eccedenza di liquidità immessa alla fine del 1974

era soltanto parzialmente riassorbita mediante la cessione di BOT alle aziende di credito che ne facevano domanda alla banca centrale. All'asta di gennaio venivano offerti 500 miliardi di BOT al tasso del 14,13 per cento; se si tiene conto dell'ampio miglioramento della situazione di liquidità delle banche e della flessione dei tassi sul mercato interbancario, la quantità offerta e il prezzo base sembrano essere stati coerenti. L'asta registrava invece un insuccesso; poiché nello stesso mese le aziende di credito acquistavano presso la Banca d'Italia 610 miliardi di BOT, appariva chiaramente che il sistema di emissione di BOT e di intervento della Banca d'Italia doveva essere riesaminato per restituire significato alla quantità di titoli offerti alle aste mensili.

Anche la riforma del sistema della riserva obbligatoria rispondeva all'esigenza di accrescere il campo d'applicazione e l'efficacia di questo strumento, al fine di regolare la quantità del credito e dei depositi bancari: tali obiettivi sono stati conseguiti ammettendo il versamento delle riserve obbligatorie soltanto in contante, stabilendo l'uniformità dei coefficienti per tutte le aziende di credito e per tutte le categorie di depositi, e commisurando le riserve alle variazioni di questi ultimi.

Uno dei problemi assillanti che le autorità monetarie devono risolvere anche nel 1975 è quello di assicurare finanziamenti a lungo termine al settore pubblico, agli investimenti delle imprese, all'edilizia. Lo strumento fondamentale del quale la banca centrale dispone, e cioè la regolazione della base monetaria, è stato impiegato in senso espansivo. Coerente con tale orientamento è la determinazione del Comitato interministeriale del credito del marzo scorso di sopprimere il deposito infruttifero a carico degli importatori, ciò che consente di immettere gradualmente nel sistema circa 1.200 miliardi di base monetaria. Questa politica è stata affiancata da provvedimenti volti a sostenere la ripresa del mercato finanziario e ad accrescere l'elasticità operativa del sistema bancario.

A tale scopo, le autorità monetarie hanno deciso di:

- a) prolungare per un semestre il vincolo di portafoglio delle aziende di credito, sia pure rendendolo più flessibile e ristrutturandolo in armonia con la riforma della riserva obbligatoria;
- b) intervenire attivamente nel mercato dei titoli a reddito fisso per restringere le oscillazioni di breve durata e ridurre i rischi connessi con condizioni non ordinate del mercato;

- c) eliminare i massimali all'espansione dei prestiti delle aziende di credito;
- d) sollecitare la diminuzione dei tassi bancari, dando priorità al rifinanziamento delle aziende di credito che, per effetto della flessione dei tassi, perdessero quote di mercato.

In questa politica si collocano le recenti riduzioni dei tassi ufficiali.

Nelle considerazioni finali pronunciate il 30 maggio 1973 concludevamo elencando gli eventi che si sarebbero succeduti qualora si fosse attuata una politica di restrizione creditizia: « se si rendesse necessario » affermavamo allora « 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. Si levrebbero di nuovo alte le grida... ». L'istituzione dell'obbligo d'investimento in titoli per le aziende di credito nel giugno di quello stesso anno si proponeva di apprestare una difesa; essendo i titoli emessi dagli istituti di credito mobiliare, il loro collocamento avrebbe assicurato una provvista di mezzi agli istituti atta a impedire l'interruzione dei finanziamenti in un periodo nel quale erano in corso investimenti in impianti di proporzioni cospicue.

L'ampiezza assunta dal disavanzo del Tesoro e la necessità di provvedere al suo finanziamento riducevano la capacità della Banca d'Italia di regolare la base monetaria e di contenere il credito nei limiti desiderati. I provvedimenti concernenti il volume e la composizione del credito si proponevano l'obiettivo di ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti e nello stesso tempo di contrastare le aspettative di un aggravamento dell'inflazione. La manovra intrapresa ha avuto successo, ma al costo che avevamo indicato nelle precedenti Relazioni. La restrizione del credito, inserita in un processo autonomo di contrazione del reddito, ha accelerato quel processo, ma nello stesso tempo ha contribuito a ristabilire la nostra credibilità internazionale; ne sono seguite rigidità e distorsioni nella struttura dei bilanci bancari e nella concorrenza fra le banche.

I provvedimenti attuati nell'arco temporale compreso fra il giugno 1973 e il maggio 1974, in un contesto internazionale contraddistinto dal languire delle forze di coesione, riflettono il distacco dalle condizioni che in passato avevano consentito di attuare la politica monetaria

in un sistema finanziario ordinato: quelle condizioni erano il tendenziale equilibrio dei conti con l'estero, il contenimento del disavanzo del Tesoro in limiti moderati, l'armonia di strutture tra le passività finanziarie delle imprese e le attività finanziarie delle famiglie. Tra i produttori e gli utilizzatori di risparmio esisteva una sostanziale coincidenza di scelte circa la durata dell'investimento: il funzionamento della borsa e l'esistenza di adeguati margini di risparmio d'impresa favorivano la partecipazione al rischio e alla responsabilità della condotta dell'attività industriale. In quelle condizioni, il principio della separazione del credito a breve da quello a lungo termine poteva essere rispettato, perché la trasformazione delle scadenze da parte del sistema finanziario restava contenuta entro limiti ristretti.

In simili circostanze anche alla banca centrale riusciva possibile operare secondo l'ortodossia monetaria: banca delle banche, specializzata essa stessa nel credito a breve termine, somministrava base monetaria al settore privato attraverso il rifinanziamento del sistema bancario e in ragione dei bisogni dell'industria e del commercio. L'istituto della riserva obbligatoria stringeva il legame tra la creazione di base monetaria e la formazione di depositi e di crediti, mentre l'autorizzazione all'emissione delle obbligazioni assicurava il controllo della possibilità di raccolta degli istituti specializzati nel credito a lungo termine, componendo così in un razionale complesso gli strumenti assegnati in dotazione alla politica monetaria. Alla banca centrale veniva richiesto di intervenire su limitati obiettivi per garantire il valore interno ed esterno della moneta.

L'apertura dei mercati internazionali, l'ampliamento dell'area di intervento pubblico nell'economia, i più forti contrasti per la distribuzione del reddito e la garanzia del valore delle retribuzioni hanno profondamente mutato l'assetto originario, creando condizioni nelle quali gli squilibri economici e finanziari incombono con maggior frequenza e intensità, mentre gli strumenti disponibili per risanarli operano con minore efficacia.

Il valore degli scambi con l'estero, rispetto a quello del reddito nazionale lordo, è salito dal 26 per cento in media negli anni '50 al 31 negli anni '60, al 43 nel periodo 1971-74 ed è stato del 54 per cento nel 1974. Il disavanzo del Tesoro, commisurato anch'esso al

reddito nazionale lordo, ammontava all'inizio degli anni '50 al 4 per cento; diminuiva a un valore medio del 2 per cento nella prima metà degli anni '60; iniziava poi una crescita accelerata fino a raggiungere nel 1973 e nel 1974 livelli intorno al 9 per cento. All'accentuarsi di questi fattori di condizionamento esterni al sistema creditizio si accompagnava un profondo mutamento nella composizione delle attività e delle passività finanziarie dell'economia: i depositi bancari aumentavano in rapporto alle attività finanziarie dal 29 per cento in media negli anni '50 al 37 negli anni '60 e al 45 nell'ultimo quadriennio; la quota dell'indebitamento a breve termine sul totale delle passività finanziarie dell'economia saliva meno rapidamente, passando dal 27 per cento al 30 e al 33.

I bilanci del sistema creditizio forniscono l'immagine speculare degli squilibri degli operatori non finanziari. Dato il principio istituzionale che limita la facoltà delle aziende di credito di concedere finanziamenti a lungo termine e date le difficoltà insorte nel collocamento di titoli presso il pubblico, questa immagine ha assunto i seguenti connotati:

- un aumento della quota dei titoli in portafoglio rispetto ai depositi: dal 13 per cento in media negli anni '50, al 21 negli anni '60, al 29 negli ultimi quattro anni; per converso, una diminuzione della quota dei finanziamenti bancari diretti nei finanziamenti complessivi concessi dal sistema creditizio: dal 76 per cento negli anni '50 al 70 negli anni '60, al 68 per cento nell'ultimo quadriennio.
- un aumento della quota dei finanziamenti del sistema creditizio al settore pubblico e privato alimentata con depositi bancari; tale quota ha seguito un profilo discendente fino al 1971, per poi iniziare una crescita accelerata che in tre anni l'ha portata dal 78 all'83 per cento.

La mutata composizione dei bilanci bancari ha conciliato la struttura finanziaria dei settori in disavanzo con quella dei settori eccedentari, e ha consentito il finanziamento della domanda pubblica e privata; senza questo adattamento gli investimenti, il reddito e l'occupazione si sarebbero sviluppati a tassi meno elevati. Ma a questo servizio reso dalle banche ha fatto riscontro una diminuzione della loro flessibilità operativa, della quale si patiscono le conseguenze soprattutto in occasione delle crisi congiunturali.

In lunghi periodi di stabilità dei tassi d'interesse ha minor importanza che la quota dei depositi investita in titoli sia elevata; le difficoltà si manifestano in congiunture di tassi crescenti, perché il rendimento medio dei titoli si adegua in tempi che dipendono dalla rapidità di accrescimento e di rinnovamento del portafoglio, cioè dalla velocità con cui aumenta la quota di quelli acquisiti alle nuove condizioni del mercato, mentre l'adeguamento dei tassi sugli impieghi e sui depositi può avvenire rapidamente sotto la spinta delle condizioni di liquidità del mercato e della concorrenza bancaria. Se è ampio il portafoglio obbligazionario, è lento l'adeguarsi del rendimento medio delle poste attive dei bilanci delle aziende di credito, e dunque sono più forti le tensioni cui è sottoposto il loro equilibrio: sono tensioni di liquidità per la banca che rinuncia a offrire remunerazioni più elevate sulla raccolta; sono tensioni di conto economico per quella che cerca di mantenere la raccolta in dimensioni adeguate alla domanda di prestiti. Sull'entità del divario tra tassi attivi e passivi ha influito la ricerca di un margine che coprisse i rischi connessi con le oscillazioni dei corsi obbligazionari, con l'instabilità della quota d'intermediazione sull'estero e con l'incerta condizione congiunturale delle imprese debentrici.

Mentre si rafforzava l'insidia del settore pubblico e gli squilibri finanziari delle imprese attenuavano la capacità delle banche di affrontare i momenti di crisi con la necessaria elasticità, e mentre l'attività dello Stato e degli enti territoriali e parastatali incontrava crescenti difficoltà nel perseguimento dei fini istituzionali, alla banca centrale e alla politica monetaria si chiedeva di più: fra gli obiettivi si indicava lo sviluppo del reddito, la piena occupazione, il superamento di squilibri settoriali e territoriali, il finanziamento non monetario del settore pubblico. Diveniva sempre più forte la necessità di affrontare i momenti di crisi con misure di emergenza e con politiche differenziate che cercassero la conciliazione di obiettivi in conflitto. Il peso di queste politiche gravava in misura crescente sul sistema creditizio, ampliando a ogni ciclo economico l'oscillazione dei tassi d'interesse e la deviazione dei flussi finanziari dai loro normali rapporti.

Nel 1973-74 le condizioni nelle quali il sistema finanziario ha affrontato la crisi, e le direttive della politica creditizia, hanno provocato modificazioni nella composizione degli attivi bancari diverse da quelle osservate nelle precedenti congiunture di restrizione monetaria; inverò,

è cresciuta la quota dei titoli e diminuita quella degli impieghi. Il sostegno finanziario alla ripresa degli investimenti e una certa difesa del mercato obbligazionario sono stati attuati con misure volte ad assicurare un'adeguata domanda di titoli da parte delle aziende di credito e a impedire la liquidazione dei portafogli costituiti in passato. La quota degli impieghi sul credito bancario, pari al 76 per cento della consistenza di fine 1972, è stata del 61 per cento sulle variazioni del biennio 1973-74; la forbice tra tassi attivi e passivi si è allargata di circa 4 punti percentuali, contro un punto nel 1969-70 e 0,6 nel 1963-64. L'ampia oscillazione nel corso dei titoli obbligazionari si è tradotta in ingenti minusvalenze, soltanto in parte poste a carico del conto d'esercizio.

La capacità del sistema bancario di adeguare alle condizioni di liquidità determinate dalla politica monetaria il prezzo netto chiesto per l'intermediazione va difesa, per assicurare la continuità di funzionamento senza scosse del sistema. Come nelle precedenti fasi cicliche, l'adattamento del sistema è stato più rapido nella fase dell'ascesa che in quella della discesa dei tassi: si è sperimentato ancora una volta che, in aggiunta a quella derivante dall'essere il credito condizione necessaria, ma non sufficiente, della produzione e dell'investimento, un'altra ragione contribuisce all'asimmetria con cui agisce la politica monetaria. Questa consiste nel modo di operare della singola azienda di credito, che non esita a procedere unilateralmente ad aumenti di tassi passivi, mentre si astiene dal praticare condizioni meno favorevoli al depositante senza l'accordo delle concorrenti; l'accordo sulla riduzione dei tassi attivi non viene raggiunto prima che siano attuate le intese per la riduzione di quelli passivi, ma la politica di liquidità dell'Istituto di emissione può spingerli al di sotto di quelli convenuti.

L'esistenza di questo meccanismo ha indotto studiosi, operatori e aziende di credito a proporre di ridurre fortemente, o addirittura di azzerare, la remunerazione attualmente riconosciuta sui depositi bancari in conto corrente, argomentando che ciò è avvenuto in altri paesi. Il richiamo al trattamento in atto all'estero concerne i depositi prelevabili a vista, una categoria per taluni versi più ampia e per altri meno dei nostri depositi in conto corrente. La remunerazione varia da zero al tasso corrente sul mercato; la fissazione avviene mediante norme legislative, amministrative o per accordo tra banche su base volontaria. Laddove la remunerazione si avvicina allo zero si sono sviluppati mercati

monetari esterni, come quelli dell'eurodollaro e dell'euromarco, con seri problemi per la gestione valutaria del paese e per quella monetaria interna e internazionale. Negli Stati Uniti, tra l'altro, sono sorti mercati ufficialmente accettati o al di fuori del controllo delle autorità. Di recente queste hanno proposto di estendere l'obbligo della riserva a tali mercati.

Nelle considerazioni finali degli anni precedenti abbiamo accolto l'interpretazione secondo la quale i tassi attivi condizionano quelli passivi. Il *prius* è l'attitudine della clientela a pagare il più elevato tasso attivo. Vengono quindi, come condizioni intermedie, la capacità della banca di minimizzare i costi d'intermediazione e l'attitudine a rinunciare al profitto in favore dell'ampliamento della quota di mercato. Si ricava, infine, il tasso pagato sui depositi. L'esperienza più recente ha recato nuove conoscenze intorno al comportamento della domanda di credito; si è mostrato che essa nelle attuali condizioni dell'economia italiana è divenuta ancor meno reattiva agli aumenti di costo dell'indebitamento, per effetto del peso assunto da quella dei settori meno sensibili al tasso d'interesse. Perciò le aziende di credito, nel tentativo di ampliare la propria raccolta retrocedendo ai depositanti tassi elevati, incontrano resistenza non tanto nella flessione della domanda di prestiti quanto nell'opinione pubblica, che avanza tra l'altro l'accusa di usura. Questa accusa si è fatta più insistente quando le aziende di credito, avendo percepito il mutamento congiunturale, hanno fatto flettere il costo della raccolta prima del tasso attivo, indicando il punto di arrivo dei tassi passivi con effetti immediati di annuncio.

La limitazione, o l'azzeramento, della remunerazione dei conti correnti, e in generale di quella dei depositi bancari prelevabili a vista, nonostante gli inconvenienti osservati all'estero, può avere effetti desiderabili sull'efficacia della politica monetaria, ma non ai fini del calmieramento dei tassi attivi. Contro siffatta soluzione sono state mosse in Italia due obiezioni:

- un controllo dell'osservanza del divieto per le banche di effettuare a richiesta la pronta liquidazione dei depositi vincolati è compito arduo; la norma sarebbe oggi facilmente eludibile sul piano amministrativo;
- l'introduzione di una discriminazione tra un tipo di depositi e l'altro determinerebbe un forte impatto sulla composizione della parte passiva della situazione patrimoniale delle aziende di credito.

In aggiunta a queste obiezioni rientranti nel campo della competenza delle autorità monetarie, non va trascurato che i depositi in conto corrente delle imprese sono prossimi ai 20.000 miliardi, con un rendimento medio stimato per il 1974 in circa 1.500 miliardi. L'annullamento di tale rendimento priverebbe il sistema delle imprese di un'entrata rilevante, mentre l'eventuale riduzione di costo non si distribuirebbe uniformemente a causa delle profonde diversità di posizioni creditorie e debitorie tra categorie d'imprese e rami d'attività. Tutto ciò senza considerare il possibile effetto sui movimenti di capitali verso l'estero all'atto dell'introduzione dei provvedimenti, nonché, in condizioni d'inflazione, la sollecitazione all'investimento in beni rifugio.

Potrebbe accadere che le economie ottenibili dalle aziende di credito sui depositi a vista non venissero devolute alle imprese o venissero devolute, a parità del tasso attivo sopportato dalla domanda di credito, al miglioramento dei tassi sui depositi a tempo, con un mutamento nella struttura dei tassi bancari sfavorevole alle obbligazioni e con una perdita netta complessiva per i prenditori di prestiti.

L'abbassamento della remunerazione dei conti correnti, o il suo azzeramento, può avvantaggiare notevolmente, in termini di quote di mercato, le aziende di credito aventi una clientela formata prevalentemente da risparmiatori rispetto a quelle che intrattengono rapporti prevalentemente con imprese: le casse di risparmio rispetto alle banche commerciali.

Per concludere, l'introduzione in Italia di una norma che proibisca il pagamento di interessi sui depositi a vista, o semplicemente ne discrimini il trattamento, deve ritenersi una modifica assai profonda, con implicazioni di rilievo sulla struttura dell'intermediazione bancaria, sulla politica monetaria, sui bilanci delle imprese.

L'avvicinamento eventuale a un regime di disciplina della remunerazione dei conti correnti deve avvenire sperimentando con prudente gradualismo; una delle condizioni è la creazione di un mercato monetario cui abbia accesso il pubblico. Dalle vicende degli ultimi due anni si possono trarre indicazioni concernenti due aspetti diversi, ma fra loro connessi, della funzione regolatrice delle autorità monetarie: il primo concerne il controllo della liquidità, e quindi le condizioni di emissione dei BOT e gli interventi nel mercato; il secondo riguarda

le tecniche di emissione e le caratteristiche di funzionamento del mercato secondario. Il controllo della base monetaria richiede l'accettazione da parte delle autorità monetarie di livelli dei tassi d'interesse a breve coerenti con le condizioni di liquidità che esse intendono conseguire.

Le innovazioni introdotte di recente in esecuzione delle deliberazioni del Comitato del credito dello scorso marzo discendono da una serie di considerazioni. Il sistema delle aste dovrebbe permettere che il tasso di aggiudicazione venga determinato dal mercato. L'ammisione all'asta di un ampio ventaglio di operatori aumenta la rispondenza del tasso di aggiudicazione alle condizioni di liquidità del sistema economico. La partecipazione della Banca d'Italia si propone di rafforzare le caratteristiche competitive del mercato; la regolazione dei tassi sui BOT va perseguita controllando la liquidità. L'esigenza di assicurare ai BOT adeguate possibilità di smobilizzo prima della loro scadenza deve essere soddisfatta dall'esistenza di un mercato secondario.

La creazione di un mercato monetario non dovrebbe essere circoscritta ai soli titoli pubblici; occorre inserirvi titoli destinati al finanziamento delle imprese. Timidi accenni in questo senso si sono manifestati; incoraggiamenti ufficiali non mancheranno. Un mercato monetario e il suo progressivo ampliamento inserirebbero nel nostro sistema finanziario un elemento di concorrenza del quale le banche non potrebbero non tenere conto.

Ove il divario fra tassi attivi e passivi superasse i limiti imposti da un'attività d'intermediazione soggetta allo stimolo della concorrenza, quote di tale attività tenderebbero a spostarsi al di fuori delle banche. Potrebbe risultarne così ridimensionata la posizione oligopolistica nella quale esse si pongono.

La stessa possibilità di manovra dell'Istituto di emissione sarebbe accresciuta quando il Tesoro per il proprio finanziamento attingesse in maggior misura alle disponibilità del pubblico; in questo caso, l'Istituto potrebbe estendere l'attività di rifinanziamento delle banche e preferire quelle che mostrassero una più stretta osservanza delle regole di un mercato in concorrenza.

Dai dati disponibili appare che il divario tra i tassi medi attivi e passivi nel periodo 1971-74 sarebbe stato alquanto più ampio in

Italia che negli altri paesi e avrebbe manifestato la tendenza ad allargarsi di piú in congiuntura di tassi crescenti; in precedenza abbiamo analizzato le cause strutturali di questo fenomeno. I rapporti tra il volume dei depositi e il numero degli sportelli e dei dipendenti presso le principali aziende di credito italiane sono invece superiori a quelli delle banche di altri paesi. Da questa constatazione si deduce che la politica che abbiamo seguito in materia di concessioni di aperture di nuovi sportelli ha prodotto i frutti desiderati; i criteri secondo i quali le concessioni sono avvenute sono stati illustrati in un Quaderno pubblicato dall'Ente Einaudi.

Una prova di validità il sistema bancario l'ha fornita l'estate scorsa, quando ha subito senza difficoltà un prelievo equivalente a circa 5.000 miliardi da parte di non residenti: ciò è stato possibile per l'oculata osservanza della coincidenza delle scadenze. Unica eccezione è il dissesto della Banca Privata Italiana; in questo caso le autorità sono intervenute, come in casi analoghi, per assicurare l'adempimento degli obblighi verso i depositanti e gli altri creditori. Le modalità d'intervento sono state istituzionalizzate mediante il decreto ministeriale del 27 settembre 1974. Una normativa analoga è stata posta in essere di recente nella Germania federale.

La linea costantemente seguita in Italia è stata quella di sostenere le aziende di credito in difficoltà, in alcuni casi promovendo interventi di quelle piú solide; il ricorso alla liquidazione coatta è avvenuto quando la sopravvivenza delle banche è apparsa impossibile nonostante i tentativi esperiti. Negli ultimi cinque anni la Banca d'Italia ha effettuato 633 ispezioni generali ad aziende di credito; i rapporti all'autorità giudiziaria su irregolarità riscontrate sono stati 167; le procedure amministrative per l'applicazione delle sanzioni previste dalla legge bancaria sono state 404.

I mercati finanziari e l'indebitamento delle imprese

Uno dei settori che ha piú risentito dello spostamento delle preferenze del pubblico è stato quello delle cartelle fondiari. Qualcosa poteva essere fatto, e noi ci siamo dichiarati d'accordo, per ridistribuire a favore dei possessori di cartelle i benefici goduti dai debitori

proprietari di abitazione; ma questa determinazione è di competenza legislativa.

Quando le condizioni del mercato lo hanno consentito, abbiamo attuato provvedimenti per agevolare il collocamento delle cartelle fondiari; al momento attuale accade paradossalmente che alcuni istituti non riescono a emettere cartelle nella quantità sufficiente per soddisfare l'obbligo d'investimento delle banche: ciò perché non riescono a stipulare un ammontare equivalente di mutui da destinare all'edilizia abitativa, soprattutto per impedimenti di ordine amministrativo.

Nell'intento di arricchire la strumentazione finanziaria della quale dispone il nostro mercato e di contribuire nello stesso tempo ad accelerare il finanziamento dell'edilizia abitativa, abbiamo creduto nostro dovere proporre strumenti in grado di ampliare le possibilità di scelta dei risparmiatori e di consentire l'accesso alla proprietà della casa alle famiglie con poco risparmio accumulato, ma con elevata propensione al risparmio futuro.

Il meccanismo ideato, denominato appunto « risparmio-casa », ripropone, con opportuni adattamenti, schemi sperimentati in altri paesi, e intende affiancarsi, anche in funzione di stabilizzatore congiunturale del settore, al mercato delle cartelle fondiari, il quale svolge nel finanziamento dell'edilizia un importante ruolo che ha ricevuto riconoscimento nelle disposizioni concernenti sia l'obbligo dell'investimento da parte delle aziende di credito sia l'aumento dei tassi nominali sulle cartelle stesse.

La proposta avanzata mira ad accrescere attraverso l'indicizzazione delle somme depositate la disposizione al risparmio delle famiglie italiane e dei lavoratori italiani all'estero; garantisce entro limiti minimi fissati per legge, aumentabili con decreto ministeriale, l'ottenimento di un mutuo, pari a un multiplo del deposito accumulato, per l'acquisto della propria abitazione. L'onere dell'indicizzazione riconosciuta sui depositi è a carico dei mutuatari, i quali però sono tutelati contro l'incertezza di questa quota del debito, sapendo che essa non crescerà in percentuale più dell'aumento del proprio salario dovuto all'indennità di contingenza; in breve, che il peso del debito sul bilancio familiare non aumenterà. Forme di garanzia sono previste per i casi di disoccupazione o altre accidentalità che decurtassero il salario del debitore.

L'obiezione mossa piú insistentemente al progetto è che esso non tiene conto degli accordi politici in materia urbanistica e si è domandato, e in parte ottenuto, che limitazioni al campo di scelta del risparmiatore fossero inserite nel progetto. Queste limitazioni competono alla programmazione urbanistica, cioè alla struttura dell'offerta di abitazioni. Il loro inserimento nel progetto di « risparmio-casa », che resta pur sempre uno strumento finanziario, ne appesantisce la gestione, la rende dipendente da atti amministrativi e toglie al risparmiatore il diritto di essere artefice del suo piano di risparmio e d'investimento; quindi, ostacola quell'ampliamento del nostro mercato finanziario che si avrebbe con l'introduzione di forme di impiego del risparmio che soltanto l'esperienza potrebbe mostrare se siano oppure no aderenti alle preferenze dei risparmiatori.

Lo scorso anno constatavamo che gli istituti e gli enti che effettuano la provvista di fondi collocando obbligazioni urtavano contro difficoltà crescenti e sollecitavamo il ricorso a nuove forme di provvista; concludevamo che l'emissione indicizzata estesa alla generalità dei titoli eserciterebbe un effetto di depressione 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; il progetto di « risparmio-casa » si ispira a questa esigenza.

Nessun progresso è stato compiuto verso la soluzione del problema del finanziamento delle imprese in forme diverse dall'assunzione di debiti; il declino del capitale di rischio è un fenomeno sul quale abbiamo attirato l'attenzione nel corso degli anni.

Nelle considerazioni finali pronunciate nel 1968 affermammo che le grandi imprese, pubbliche e private, che fruiscono di crediti agevolati dovrebbero essere vincolate a offrire una parte delle proprie azioni in pubblica sottoscrizione e a chiederne la quotazione presso le borse valori. Oltre ad ampliare le possibilità di scelta per i risparmiatori e a estendere la cerchia di quelli cointeressati alle sorti dell'impresa, si creerebbero le premesse per un piú informato giudizio da parte del pubblico. L'introduzione di una nuova disciplina sulle borse valori e di un organo di controllo risponde a questo intento. Sono ritornato di recente su questi argomenti: l'ampiezza dell'indebitamento delle

imprese, e specialmente di quello in forme agevolate, dovrebbe indurre a convertire in azioni quote di finanziamento che gli istituti finanziari potrebbero offrire direttamente al pubblico o immettere in gestioni fiduciarie, eventualmente detenendole in attesa del collocamento finale.

L'esigenza di sottoporre l'intera struttura della nostra economia, e in special modo alcuni settori di essa, a un riesame critico, e gli stessi assetti d'impresa a una riconsiderazione, postula la collaborazione tra gli uffici del programma e gli istituti di credito speciale. L'insufficiente collegamento fra i primi e i secondi può aver contribuito all'impostazione di programmi rivelatisi nel corso del tempo di impossibile attuazione; le imprese hanno puntato verso la conquista dei pareri programmatici nella convinzione che il credito non sarebbe mancato. In alcuni casi l'inclinazione a concedere agli uni ciò che era stato concesso agli altri ha portato a non preoccuparsi di duplicazioni di iniziative, dalle quali discendono distruzioni di ricchezza.

Il successo di un'azione programmatica attenuerebbe la contrapposizione tra imprese pubbliche e imprese private; si creerebbero le condizioni nelle quali sarebbe tutelata la loro coesistenza; quelle condizioni escludono che le imprese cerchino protezione contro le concorrenti, conquistando porzioni dei loro capitali. Il mantenimento del carattere aperto della nostra economia contribuirebbe a tutelare il momento della competitività contro possibili involuzioni verso assetti di cartello.

Dall'inizio degli anni '60 a oggi la struttura finanziaria delle imprese italiane ha subito profondi mutamenti; questi si deducono dall'osservazione dei bilanci delle società manifatturiere oggetto di rilevazione da parte della Banca d'Italia. Considerando i debiti commerciali limitatamente all'eccedenza rispetto ai crediti della stessa specie e le immobilizzazioni al netto degli ammortamenti e aggregando opportunamente le restanti poste del passivo si ottiene una struttura di questo articolata su tre voci — capitale di rischio, fondi di previdenza, debiti — che mette in luce la tendenza alla diminuzione dell'importanza dei mezzi propri rispetto agli altri fondi amministrati dalle imprese. Tra il 1962 e il 1973 i capitali di rischio delle società con prevalente partecipazione statale sono scesi dal 44 al 19 per cento; i debiti complessivi sono saliti dal 51 al 73 per cento, esclusivamente per effetto di quelli verso istituzioni creditizie, cresciuti dal 37 al

62 per cento. Conviene aggiungere che i capitali di rischio sono costituiti prevalentemente con apporti degli enti di gestione, e quindi tratti da fondi di dotazione finanziati mediante ulteriore indebitamento. Nelle società private i capitali di rischio sono scesi dal 56 al 33 per cento, mentre i debiti complessivi sono saliti dal 37 al 52 per cento. Qualora si procedesse alla rivalutazione del capitale fisico e dei fondi di ammortamento in base ai prezzi di rimpiazzo e si attribuissero i maggiori valori ai capitali di rischio, nel 1973 questi risulterebbero del 34 per cento, anziché del 19, nelle società con prevalente partecipazione statale, e del 39, anziché del 33, nelle restanti.

Di fronte a queste modifiche strutturali, dalle quali può derivare una deresponsabilizzazione delle imprese indebitate, il paese deve decidere se intende ancora delegare le scelte di gestione ai soli *managers* pubblici e privati o esercitare, attraverso istituti giuridici adeguati alla nuova realtà, un qualche controllo sull'uso del risparmio finanziario.

E' vero, come da taluni indicato e da noi stessi segnalato in occasione dell'indagine parlamentare sulle borse valori, che analoghe tendenze sono in atto in numerosi paesi industriali; ma in più d'uno tra essi sono state assunte iniziative per adeguare il quadro istituzionale.

Nel nostro sistema il rischio grava in misura prevalente sul mercato finanziario e specialmente sulla porzione di esso che non ha accesso alla gestione dell'impresa. Da questa situazione occorre trarre la conseguenza della necessità di adeguare l'assetto organizzativo degli intermediari finanziari, in senso non necessariamente sostitutivo degli attuali schemi, ma sicuramente innovativo. La costrizione dei *managers* di imprese pubbliche a obbedire agli ordini dell'autorità politica che contraddicano le dimostrazioni che essi abbiano dato di non economicità del progetto, potrebbe essere temperata dai limiti posti dai finanziatori nell'esercizio della loro responsabilità di amministratori del danaro dei risparmiatori.

Occorre adoprarsi per trovare forme nuove di allargamento del capitale di rischio e potenziare quelle vecchie; a tal fine si rende urgente eliminare le discriminazioni oggi esistenti a favore dell'indebitamento nella concessione di agevolazioni statali, privilegiando anzi le iniziative il cui rischio viene assunto in proprio. E' anche opportuno attivare gli istituti giuridici di cui si è ripetutamente parlato nel passato, riguar-

danti la natura delle partecipazioni all'impresa e i modi per esercitarle. E' infine consigliabile, alle condizioni di rischiosità esistenti, allargare la base di capitale delle aziende di credito, collocando presso il pubblico quote azionarie di un certo rilievo mediante il ricorso a emissioni di « azioni di risparmio » di recente istituzione; ciò assolverebbe non solo al compito di ridurre la quota di attività liquide del pubblico rispetto al crescente immobilizzo del passivo d'impresa, ma anche a quello di fronteggiare il corrispondente, crescente immobilizzo degli attivi degli intermediari finanziari.

Ove l'obiettivo di riportare il capitale di rischio delle imprese a proporzioni almeno pari a quelle osservate negli altri paesi industriali incontrasse un limite nell'attitudine dei risparmiatori, occorrerebbe affrontare con realismo l'esigenza di assegnare all'intermediario finanziario una parte più attiva nella gestione dell'impresa indebitata.

Signori Partecipanti,

l'azione fin qui svolta dalla politica monetaria viene ancora una volta definita moderata, in quanto non imprimerebbe alla nostra economia una spinta sufficiente a farle raggiungere il reddito di piena occupazione. Si invocano perciò una maggiore spesa pubblica in disavanzo e una più elevata creazione monetaria, senza tener conto dei meccanismi automatici di dilatazione della prima, e delle conseguenze di ciò sulla seconda, innestati nel nostro sistema economico, dando per scontato che quella indicata sia la soluzione adatta, nonché quella opportuna, per chiudere il divario tra reddito effettivo e potenziale.

Sul settore statale incombono impegni per migliaia e migliaia di miliardi; gli enti locali soffocano per effetto di un indebitamento ingigantitosi nel corso degli anni, mentre si asserisce l'urgenza di operazioni con le quali in tutto o in parte lo Stato succeda in quei debiti; i debiti dello Stato verso il settore sanitario sono stati estinti soltanto in parte: ne residuano di ammontare ingente; il Tesoro potrebbe essere chiamato ad attivare le garanzie concesse al settore delle autostrade e a quello dell'energia elettrica.

L'assolvimento di tali impegni può avvenire mediante l'emissione di obbligazioni pubbliche e il loro collocamento forzoso presso le banche creditrici degli enti, a titolo di consolidamento degli stessi crediti; ciò equivale ad ammettere l'insolvenza del settore pubblico e ad accrescere a dismisura la circolazione dei titoli obbligazionari; nonostante i vincoli alla loro circolazione, l'aumentato volume dei titoli non può non esercitare una pressione sul mercato e sui tassi di interesse. Può avvenire invece che una parte del credito si liquidi in contante, ma in questo caso occorre che i titoli pubblici siano offerti sul mercato in concorrenza con quelli destinati al finanziamento dei settori produttivi. Alternativamente, possono essere collocati presso la Banca d'Italia. In tutti i casi si costituisce una capacità di ulteriore indebitamento degli enti. Lo Stato è sempre più costretto a espandere la spesa, il disavanzo e, di conseguenza, la quantità di moneta.

Ma non si può ignorare la debole capacità di trasmissione sul prodotto interno in termini reali della crescita monetaria e della spesa pubblica nelle forme in cui si è presentata finora; l'effetto espansivo del rigonfiamento della domanda monetaria tende a incontrare il vincolo della bilancia dei pagamenti e quello dell'inflazione, ancor prima di dar luogo a un consistente aumento dell'occupazione. Occorre evitare di doversi trovare a breve scadenza nella necessità di nuovi, costosi aggiustamenti su crescite non consolidate del livello di occupazione.

La difficoltà di raggiungimento del reddito potenziale attraverso gli strumenti tradizionali di espansione della domanda e i loro più rapidi effetti collaterali sulla bilancia dei pagamenti e sull'inflazione sono stati intravisti, e da me stesso più volte denunciati, nelle numerose strozzature nel mercato dei fattori della produzione, nell'abnorme sviluppo dei settori improduttivi e nell'assorbimento del credito da essi operato; la situazione è stata aggravata dall'alterazione profonda delle ragioni di scambio con l'estero.

Nel più recente passato si è tentato di affidare alla selezione del credito e agli interventi fiscali il compito di migliorare la trasmissione degli effetti delle politiche economiche. Pur avendo ottenuto risultati positivi, la politica selettiva del tipo finora sperimentato non si è mostrata capace di bloccare gli effetti dell'espansione della domanda sulla bilancia dei pagamenti e sul livello dei prezzi. Un intervento

ancor piú qualificato, per settori — quale quello scelto dal Governo, avente per oggetto l'edilizia, l'agricoltura, la produzione di energia, le esportazioni — incontra, sotto il profilo degli effetti congiunturali, limiti di applicazione nei nodi strutturali. Non è certo aumentando gli stanziamenti a carico del bilancio dello Stato e il credito che quei nodi possono essere sciolti.

In grembo al sistema quale esso è sono maturate le condizioni nelle quali gli antichi rapporti tra le forze produttive si sono modificati: il prendere coscienza di ciò è condizione per eliminare l'antagonismo tra i gruppi sociali.

Il potere centrale tende ad assorbire nella sua unità le particelle di potere diffuse in tutto l'organismo sociale; sono le forze vitali espresse da quelle particelle che hanno avuto il sopravvento sugli oscuri presagi di un anno fa. Occorre non spegnerle, ma dirigerle verso l'adeguamento della struttura dell'economia alle esigenze di una società che chiede piú giustizia, piú partecipazione, piú democrazia.

La collaborazione internazionale ha sofferto per l'affievolimento della nostra voce; non vi sono ragioni perché essa non debba levarsi forte in difesa degli interessi nazionali, convergenti con quelli di una comunità di nazioni nella quale lo sviluppo si concilia con la coesistenza pacifica.