

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 1976

ANNO 1975 (LXXXII)

CONSIDERAZIONI FINALI

III. - CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

durante l'anno sul quale mi accingo a riferirVi la Banca ha affrontato i complessi problemi posti dai suoi compiti istituzionali e dalla realtà del Paese cercando di vivere concretamente il concetto di servizio alla collettività. Lo ha fatto sia nei rapporti esterni sia negli indirizzi interni di azione.

Ancor piú che ai mezzi tecnici, pur costantemente aggiornati, l'efficienza dell'Istituto si affida alla valorizzazione del patrimonio umano. In questa convinzione, che è largamente condivisa nelle istanze rappresentative del personale, una cura particolare è stata rivolta alle procedure di lavoro.

Riunioni ai vari livelli della struttura delle filiali e dei servizi sono state introdotte e si aggiungono, quali nuove occasioni di incontro e di dialogo per l'intero personale della Banca, ai sistemi già praticati di formazione e di addestramento, che hanno ricevuto un piú intenso e diffuso impulso. Dallo scambio e dal confronto di idee e di esperienze, che per non scadere in dissertazioni improduttive debbono rispettare definiti confini di materia, di tempo e di partecipazione, si attendono un miglioramento della professionalità e una piú concorde e convinta collaborazione. A quest'ultimo fine potranno contribuire gli incontri periodici, di recente stabiliti fra l'amministrazione e le organizzazioni sindacali per l'informazione reciproca su qualificanti aspetti della gestione del personale.

La diversità di formazione della compagine del personale, largamente rinnovata con assunzioni basate esclusivamente sulla selezione per merito, e la molteplicità di interessi che ne discende troveranno modo di amalgamarsi in una conduzione che sia come in passato rigorosamente volta al conseguimento dei nostri fini istituzionali. Questo orientamento è il piú atto a realizzare ad ogni livello di responsabilità la coincidenza tra l'adempimento dei doveri del proprio stato lavorativo e di quelli verso la società.

Le nuove capacità si confermano valide a mano a mano che ad elementi assunti dalla fine degli anni Cinquanta sono affidate primarie responsabilità amministrative e si sono espresse anche nel decorso anno, allorché il personale è stato chiamato a più intensi compiti sia al centro sia nelle filiali, presso le quali, pur con i crescenti collegamenti, si palesa l'esigenza di autonomi e pronti interventi decisionali. Lo documentano le vicende esposte nella relazione, alla cui stesura ha atteso principalmente il servizio Studi e che presento come espressione dell'impegno del personale tutto dell'Istituto.

All'esterno, la collaborazione della Banca agli organi dello Stato si è quotidianamente manifestata in un'ampia gamma di materie, senza frapporte alle richieste ricevute le remore dell'attinenza ai compiti d'istituto interpretati restrittivamente o quelle del sovraccarico d'impegni.

Nel quadro delle attività volte alla produzione normativa, la Banca ha fornito elaborati e studi preparatori e ha partecipato con suoi esponenti ed esperti a commissioni di studio. Fra i contributi apportati ricorderò quelli concernenti la riforma del credito fondiario, edilizio e delle opere pubbliche; le disposizioni in materia di infrazioni valutarie; norme fiscali tra cui quella sull'intermediazione del sistema bancario nel pagamento delle imposte dirette; lo schema del conto dei profitti e delle perdite per le aziende e gli istituti di credito, in attuazione della legge istitutiva della Consob; l'elaborazione tuttora in corso di norme sulle cooperative di credito e di norme regionali.

Il rapporto personale con le sedi governative è intrattenuto a vari livelli dirigenziali, in alcuni casi con la partecipazione a commissioni miste, come è avvenuto per lo studio della riforma delle partecipazioni statali o per il miglioramento delle misure di sicurezza. La Banca è al fianco degli organi amministrativi dello Stato, con una informativa aperta e col fervore di comune ricerca per la soluzione dei problemi, nei settori dell'emissione dei prestiti, del loro collocamento, del complesso meccanismo dei rapporti di tesoreria (in cui si inserisce la proposta disciplina dell'assegno di Stato come modalità di erogazione della spesa pubblica); in quello delle procedure attinenti agli scambi con l'estero; in quello della lotta ad alcune forme di criminalità. Frequente è la presenza nelle sedi internazionali di esponenti della Banca accanto ai rappresentanti dell'amministrazione statale.

In sede parlamentare, l'Istituto ha fornito attraverso i suoi massimi esponenti il richiesto apporto conoscitivo nelle audizioni disposte

dalla quinta Commissione del Senato in relazione al bilancio dello Stato per il 1976, dalla seconda Commissione del Senato ai fini dell'esame del decreto legge relativo alla repressione degli illeciti valutari, dalla Commissione parlamentare d'inchiesta per l'indagine sulle strutture, sulle condizioni e sui livelli dei trattamenti retributivi e normativi.

In sede giudiziaria, la Banca è spesso chiamata a fornire il sussidio della sua esperienza: dalle perizie per i biglietti falsi a quelle, sempre più richieste dalla Magistratura, per fatti inerenti all'attività bancaria.

Questi molteplici rapporti si inseriscono in quel costante aggiornamento professionale che si avvale anche dell'esperienza e della ricerca in sedi esterne.

Un importante servizio verso la collettività la Banca svolge nel comunicare all'esterno, nei limiti di legge, un complesso di dati che le pervengono per lo svolgimento dei suoi compiti istituzionali.

Nello scorso agosto, Guido Carli rinunciava alla carica di Governatore che aveva coperto durante quindici anni con sommo prestigio, impegnandosi con tutto il vigore di una personalità eccezionale ai problemi sempre più gravi che all'autorità monetaria poneva il corso generale dell'evoluzione politica ed economica. Il suo impegno era reso più difficile perché i fattori di crisi, i cui effetti venivano cumulandosi negli anni, erano in parte di natura strutturale, e meno facilmente contrastabili con gli strumenti della politica monetaria, sia pure i più raffinati e modernamente intesi.

Sul piano internazionale quei fattori possono essere identificati nel progressivo affermarsi di mercati « dei venditori » per insostituibili prodotti primari; in una dinamica salariale più sostenuta, e più disuguale tra le singole economie nazionali, esposte a spinte sociali di diversa forza e natura; negli squilibri della distribuzione della liquidità internazionale, aggravati dall'emergere di un mercato finanziario incontrollato. Il mancato compimento dell'unione economica e monetaria dell'Europa — alla cui attuazione Carli ha lavorato con tenacia e profondità di pensiero ed alla quale certamente prodigherà nuove energie — ha fatto sì che, ottenuti i vantaggi della integrazione commerciale, l'Europa soffrisse sotto aspetti importanti della vita econo-

mica nazionale, come sono i cambi, le bilance dei pagamenti, l'occupazione, lo sviluppo regionale, degli squilibri derivanti da un processo rimasto a mezza strada.

Grazie a Carli l'Italia ha potuto recare, nei consessi in cui si è cercato di introdurre nel sistema elementi di razionalità, un contributo vitale, ispirato all'obiettivo di muovere verso un ordine monetario che assegnasse allo stesso mercato internazionale del credito un ruolo di distribuzione razionale delle risorse finanziarie, in un quadro di stabilità che non escludeva lungo il cammino dell'unificazione europea un margine di flessibilità dei tassi di cambio. Alla credibilità finanziaria del nostro paese il suo prestigio personale ha concorso in larga misura, accrescendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sforzo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà. Lasciata la carica di Governatore, il prestigio di Guido Carli si viene confermando ogni giorno, nell'attenzione con cui gli ambienti internazionali seguono i suoi contributi al dibattito sui grandi temi dell'economia.

Sul piano interno, dopo un decennio di sostenuto cammino e di coesistenza, anzi di mutuo impulso, tra stabilità e sviluppo, egli ha dovuto far fronte, per quanto potevano gli strumenti della banca centrale ed una personale capacità di argomentare usata con fermezza e vigore dialettico, all'emergere di squilibri sempre più seri e frequenti, che hanno messo capo alle crisi del 1963-64, del 1969-70 e del 1973-74. Crisi cicliche e di fiducia intervengono in paesi che non hanno gravi problemi strutturali, così dimostrando che non soltanto in termini di questi ne vanno ricercate le ragioni; ma da noi esse sono rese certamente più acute dal tessuto dualistico dell'economia, che lo sviluppo del reddito negli ultimi trent'anni ha solo in parte ricomposto; dalla diversità di condizioni occupazionali e di reddito che lo Stato è chiamato a ridurre con onerose spese per trasferimenti; dalla coesistenza di settori avanzati, esposti alla concorrenza esterna, con situazioni variamente protette a bassa produttività; da problemi di scarsa efficienza amministrativa. Agendo in senso limitativo dello sviluppo e della coesione sociale, queste condizioni hanno creato una incapacità del sistema a rispondere appieno alle domande della società civile e frequenti conflitti tra gli obiettivi di stabilità e quelli di crescita, ossia una incapacità di perseguire più obiettivi ad un tempo, che ha condotto la politica economica a privilegiarne or l'uno or l'altro, in un avvicendamento reso sempre più rapido dall'ansia o dalla necessità di recuperare l'obiettivo di volta in volta negletto. L'alternare degli obiettivi ha impresso all'eco-

nomia italiana un andamento ciclico pronunciato, al quale si sono accompagnati un deterioramento progressivo delle strutture finanziarie delle imprese, delle gestioni pubbliche, dello Stato e, negli ultimi anni, in presenza di fattori esterni destabilizzanti, un grave disavanzo nei conti con l'estero e quindi una sempre minore possibilità di assorbire gli urti con l'uso delle riserve valutarie.

Sotto la guida di Carli, l'istituto di emissione è riuscito a moderare, tra non pochi vincoli, le ripercussioni negative di tali squilibri sulla tenuta interna ed esterna della moneta.

La manovra anticiclica delle leve monetarie si è intensificata, dapprima con l'attivazione degli strumenti classici; ma la padronanza delle tecniche finanziarie e la fertilità inventiva del Governatore guidavano la successiva applicazione di nuovi strumenti, attinenti alla posizione sull'estero e in valuta delle banche, alla composizione della riserva obbligatoria, agli interventi sul mercato dei titoli, al volume e alla struttura degli attivi bancari.

In un quadro istituzionale sostanzialmente non modificato da innovazioni legislative, questi interventi hanno assicurato nell'insieme continuità al processo di intermediazione finanziaria, le cui crescenti dimensioni erano imposte dalla maggiore dissociazione tra risparmio e investimento. La stessa propensione del risparmiatore italiano per le attività liquide è stata a lungo contrastata, negli anni Sessanta, ampliando la quota di titoli collocata presso il pubblico.

Al servizio di questa azione monetaria Guido Carli ha orientato il modo di operare dell'Istituto nei suoi vari momenti: di concorso alla definizione delle linee generali della politica monetaria, mediante il rapporto personale e il flusso delle informazioni posti in atto con gli organi di governo e gli altri poteri dello Stato; di mediazione tra la sfera degli intermediari finanziari e le sedi politiche; di condotta autonoma degli interventi quotidiani sui mercati dei cambi, dei titoli e del denaro, entro la cornice così definita.

Egli ha curato gli strumenti dell'azione garantendo un elevato livello di professionalità del personale, sia nei settori operativi sia in quelli della elaborazione e della ricerca. Alla ricerca dà la propria opera quale presidente dell'Ente Einaudi, che sotto la sua direzione ha avviato un'indagine di ampio respiro sulle strutture finanziarie dell'impresa e sul sistema creditizio italiano.

Lungo tutte queste linee, l'attuale gestione della Banca continua ad ispirarsi al suo esempio.

Se la molteplicità e la variabilità di interventi modellati in rapida successione su congiunture monetarie diverse possono avere appagato l'inclinazione di Carli a cimentare il suo ingegno in situazioni cariche di difficoltà anche analitiche, credo che qualche volta egli abbia provato nostalgia per le linee più semplici che, in un diverso contesto, avevano potuto seguire con indubbia efficacia i suoi due eminenti predecessori. Vi è, a mio avviso, qualcosa di profondamente insoddisfacente nel dovere indirizzare l'azione della banca centrale ad involuppare un sistema che dispone di propri validi parametri e meccanismi; nel dovere costringere il volume del credito potenzialmente espresso dal flusso di base monetaria, perché non si riesce a regolare questo flusso; nel dovere orientare il credito lungo linee obbligate, perché le libere decisioni degli operatori vengono distorte da aspettative inflazionistiche o sul cambio, in assenza di politiche di bilancio e retributive che valgano esse stesse ad eliminare quelle aspettative. Insoddisfacente non solo sul piano logico, ma anche della permanenza degli effetti, che tendono ad essere labili perché la mobilità dei circuiti del credito, i giudizi di convenienza, la capacità di adattamento degli operatori riconducono alla lunga i flussi sotto l'impero delle condizioni di fondo.

Penso di esprimere il sentimento Vostro oltreché mio ringraziando Carli per avere egli elaborato queste nuove forme di ingegneria finanziaria, per averle usate in modo tempestivo e corretto: omaggio, questo, dovuto e sincero alla sua capacità creativa. Guardando all'avvenire, penso si debba anche formulare per tutti l'augurio che l'attuale grave condizione del Paese evolva in senso tale da consentire un graduale ritorno a modi di intervento meno vincolanti: perché il pluralismo dell'attività bancaria si svuota di senso a misura che schemi uniformi d'impiego delle risorse finanziarie vengono prescritti dal centro.

L'economia internazionale.

La recessione e gli sforzi per uscire da essa hanno dominato la scena dell'economia mondiale nel 1975. Il commercio internazionale, che nel periodo post-bellico è stato un costante fattore di espansione con tassi di sviluppo più elevati di quelli del prodotto mondiale, ha avuto questa volta un effetto riduttivo della domanda, avendo registrato una contrazione del 6 per cento in termini reali. La recessione ha coinciso con un processo di concentrazione della liquidità internazio-

nale presso un ristretto numero di paesi: gli esportatori di petrolio e alcuni paesi industriali. Gli andamenti di lungo periodo indicano che, quando la distribuzione delle riserve si concentra, lo sviluppo del commercio internazionale tende a rallentare: la concentrazione equivale ad una riduzione della liquidità globale. Si aggiunga che i paesi i quali dispongono di una importante scorta aurea non sono stati in grado di contare su di essa come sopra una riserva effettivamente liquida. Dal negoziato sulla riforma del sistema monetario internazionale, conclusosi alla riunione della Giamaica del gennaio scorso, è emersa una situazione che ancora non consente, in linea di fatto, di reinserire l'oro nel circuito dei pagamenti internazionali. Affinché ciò avvenga si dovrebbe poter procedere a trasferimenti di oro ad un prezzo derivato da quello di mercato nel quadro di un sistema amministrato in modo atto a salvaguardare la sua funzione di conservatore di valore. A tale scopo sarebbe auspicabile che i paesi membri della CEE intensificassero l'azione che finora si sono sforzati di perseguire nelle varie sedi internazionali, in favore dello scongelamento dell'oro in un contesto in cui i valori del commercio internazionale sono stati fortemente gonfiati dall'aumento dei prezzi dei prodotti oggetto di scambio e, in particolare, del prezzo del petrolio.

Questa azione, se accompagnata da un rafforzamento del ruolo dei diritti speciali di prelievo affinché essi possano divenire lo strumento principale di regolazione della liquidità internazionale, attenuerebbe progressivamente gli inconvenienti di un sistema monetario internazionale oggi incentrato essenzialmente sul dollaro e che affida alle banche americane la funzione di prestatrici di ultima istanza.

Il difetto di liquidità internazionale, avvertito da un numero crescente di paesi, potrebbe essere alleviato, oltre che con emissioni di diritti speciali di prelievo, adeguando i meccanismi di finanziamento esistenti nell'ambito di istituzioni europee e internazionali allo sviluppo delle correnti dei traffici. Un arricchimento, che è divenuto attuale dato il forte dinamismo dimostrato negli ultimi anni dagli scambi Est-Ovest, potrebbe essere rappresentato dall'introduzione, a livello comunitario o internazionale, di facilitazioni di sconto per i crediti a medio e lungo termine che i paesi dell'Occidente concedono per il finanziamento delle loro esportazioni a quelli dell'Europa orientale. Meccanismi comuni per il sconto di crediti a medio e lungo termine all'esportazione eviterebbero la distorsione della concorrenza internazionale dovuta alla diversa potenzialità di credito dei paesi esportatori.

Comportamenti dettati dalla scarsità di riserve non sono stati estranei all'abbassamento, osservato nel 1974-75, della propensione ad importare da parte dei paesi industriali in disavanzo, né alla più recente caduta delle importazioni dei paesi in via di sviluppo, non produttori di petrolio.

Essendo intervenuti nella scia di una forte espansione produttiva e di una violenta inflazione, quei comportamenti si sono manifestati attraverso politiche economiche restrittive perseguite a fini di stabilizzazione, piuttosto che mediante limitazioni amministrative alle importazioni. Inoltre, la fluttuazione generalizzata dei tassi di cambio, riducendo il bisogno di riserve, ha attenuato il rischio di un crollo degli assetti multilaterali degli scambi e dei pagamenti, realizzati con paziente tenacia in questo dopoguerra.

D'altra parte, la scarsità di riserve, come quella che si è manifestata in Italia tra la fine del 1975 e l'inizio di questo anno, ha accentuato la variabilità dei tassi di cambio, in quanto ha intralciato la compensazione dei fattori stagionali e della speculazione a breve, mentre ha incoraggiato l'estendersi al periodo medio delle aspettative di tipo estrapolativo e della loro influenza destabilizzante.

All'instabilità contribuisce la reciproca influenza tra tassi di cambio e prezzi interni. Quanto maggiori sono il grado di apertura delle economie e i meccanismi di indicizzazione dei redditi al costo della vita, tanto maggiore è l'interazione tra variazioni del tasso di cambio e andamento dei prezzi. In assenza di una politica dei redditi atta a mitigare quei meccanismi automatici di determinazione dei costi e dei prezzi, che rendono rapidamente inefficaci le variazioni del tasso di cambio come strumento di aggiustamento, vi è il rischio che il deprezzamento della moneta si trasformi da « processo finito » in processo circolare in cui ciascun deprezzamento costituisce la premessa per quello successivo. Tale rischio si allontana evitando di finanziare l'aumento dei costi e dei prezzi, ossia perseguendo una politica monetaria e creditizia restrittiva; ma l'alternarsi più frequente delle fasi restrittive a quelle espansive si ripercuote negativamente sul tasso di sviluppo di lungo periodo.

In un sistema di cambi fissi, l'eccesso di domanda in un paese tende a scaricarsi, con forte impiego di riserve, sulle bilance dei pagamenti, e quindi anche sulla domanda e sui prezzi, dei paesi concorrenti. In un sistema di cambi flessibili questa solidarietà automatica si indebolisce: per i paesi in posizione forte, si accrescono i gradi di libertà della

politica monetaria, la quale può più coerentemente perseguire il sistema di obiettivi assegnatole; per quelli in posizione debole, la scarsità di riserve impone che il processo di aggiustamento si faccia entro margini più ristretti, se si vuole evitare di cadere nell'instabilità monetaria esterna e interna.

La recessione della quale hanno sofferto le principali economie industriali è stata la più grave del periodo post-bellico. Essa è stata resa più preoccupante dalla persistenza di tendenze all'inflazione nel mezzo della contrazione dell'attività economica. Nell'insieme dei principali paesi industrializzati, il prodotto nazionale lordo, già in leggera flessione nel 1974, è diminuito a prezzi costanti di quasi il 2 per cento nel 1975; i prezzi al consumo sono aumentati in media del 13 per cento nel 1974 e del 10 per cento nel 1975.

Dal lato della domanda, il forte aumento dei prezzi ha decurtato il valore reale della ricchezza finanziaria delle famiglie; di conseguenza la loro propensione al risparmio si è accresciuta senza incontrarsi con una corrispondente espansione degli investimenti. Sul rallentamento della domanda finale si è innestato un forte movimento di liquidazione delle scorte, la cui accumulazione aveva raggiunto livelli anormalmente elevati durante l'esplosione inflazionistica del 1973-74.

Dal lato dell'offerta, il processo di aggiustamento è stato ostacolato da strozzature e da rigidità, queste ultime dovute in alcuni casi all'introduzione di restrizioni concernenti l'uso degli impianti e della manodopera. L'insufficiente elasticità dell'offerta doveva poi indebolire l'efficacia sulle variabili reali della manovra di espansione della domanda monetaria, la quale in tali condizioni agiva piuttosto nel senso di mantenere in vita le tensioni inflazionistiche, soprattutto quando era originata da disavanzi del settore pubblico dovuti ad incrementi delle spese correnti.

Il balzo all'insù del prezzo del petrolio aveva aggiunto nel 1974 una forte spinta esterna al processo di inflazione e recessione. Gli aggiustamenti che esso rese necessari non possono, tranne qualche caso, considerarsi compiuti, sebbene i paesi importatori abbiano preso provvedimenti, talvolta severi, per ridurre la quota del prodotto nazionale destinata ad usi interni; per la parte in cui il trasferimento di risorse reali agli usi esterni non si realizzi, sorgono problemi di finanziamento del disavanzo corrente delle bilance dei pagamenti, che per alcuni paesi hanno assunto una dimensione prima sconosciuta. L'attività di investi-

mento è caduta, oltre che per cause interne, perché il riciclaggio degli avanzi finanziari sul resto del mondo da parte dei paesi produttori non ricomponne i precedenti equilibri tra offerta di risparmio e formazione di capitale reale nei paesi importatori.

Mentre si affacciava il timore che si venissero costituendo le condizioni di una crisi sconvolgente dell'economia mondiale, nei principali paesi industriali si faceva strada fra le autorità la convinzione che la consueta manovra dell'espansione monetaria in funzione anti-recessiva rischiava di aggravare il male rilanciando la rincorsa fra salari e prezzi, indebolendo l'incentivo ad una riallocazione delle risorse coerente con il nuovo prezzo dell'energia e con i nuovi orientamenti della domanda mondiale, in definitiva riattizzando i focolai di una non spenta inflazione. La percezione che, per allontanare il rischio di un allargamento del moto oscillatorio dell'economia mondiale lungo una linea tendenzialmente decrescente, il rimedio non poteva trovarsi in una generale espansione della domanda monetaria, ha ispirato le politiche di rilancio dell'attività economica, specialmente nei paesi che hanno il peso maggiore nell'economia mondiale. Perciò, quelle politiche sono state applicate con cautela e flessibilità. Dapprima si è lasciato che il declino dell'attività economica e della domanda di credito esplicasse il proprio effetto distensivo automatico sui mercati monetari e creditizi; successivamente, a mano a mano che divenivano disponibili i dati sull'ampiezza della recessione, si esercitava una vera e propria azione di stimolo soprattutto mediante provvedimenti fiscali, scelti in funzione della loro attitudine a produrre un effetto di sostegno della domanda a scadenza ravvicinata e per un periodo limitato. Si sono preferiti in generale strumenti capaci di esaurire automaticamente la loro azione di stimolo quando fosse stato eliminato il vuoto di domanda previsto durante parte del 1975. In Germania, simultaneamente all'adozione di provvedimenti che accrescevano il disavanzo pubblico nel 1975, si sono prese misure che ne assicuravano la riduzione già nel 1976.

I primi accenni di ripresa si sono avuti in Giappone e negli Stati Uniti nel corso del secondo trimestre del 1975; in Germania, essi si sono manifestati verso la fine dell'estate, con un anticipo seppur breve sugli altri paesi europei. Sebbene la ripresa americana abbia rapidamente acquistato vigore, essa non ha sviluppato apprezzabili effetti di traino sulle altre economie; infatti, gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e il deprezzamento del dollaro intervenuto negli anni precedenti hanno impedito che la ripresa si traducesse in maggiori importazioni nette di merci e servizi. Anzi nel 1975 gli Stati Uniti hanno

conseguito un'eccedenza in conto merci e servizi di 16 miliardi di dollari, pari a oltre quattro volte quella dell'anno precedente.

L'andamento favorevole degli scambi di merci e servizi ha posto la premessa per un apprezzamento del dollaro; vi ha contribuito anche la politica monetaria ispirata a cautela, la quale, in presenza di un'attiva domanda di credito, ha fatto lievitare i tassi di interesse nei due trimestri centrali dell'anno, mentre essi continuavano a scendere negli altri paesi industriali. Il dollaro ha avuto in effetti un andamento quasi sempre sostenuto dal marzo e la tendenza all'apprezzamento si è accentuata a partire dall'estate. Quest'evoluzione del dollaro e la sostenutezza delle valute di quei paesi europei che hanno avuto maggiore successo nel 1975 sulla via del ripristino della stabilità monetaria interna hanno colto gli altri paesi in una fase in cui le politiche fiscali e monetarie venivano rivolte al rilancio dell'attività produttiva. Ciò ha generato aspettative che hanno concorso ad avviare in alcuni paesi, tra cui l'Italia, un processo di deterioramento nella posizione dei pagamenti con l'estero, con il risultato ultimo di far scattare il vincolo esterno già nello stadio iniziale della ripresa.

Per la maggioranza dei paesi europei, il punto di svolta della produzione industriale si è collocato nell'autunno. Il ritardo con cui la ripresa dell'attività economica si è generalizzata ha comportato nel volgere dei mesi successive revisioni in peggio delle previsioni per il 1975. Quelle dell'OCSE relative all'andamento del prodotto nazionale lordo in termini reali nei paesi membri sono scese da un incremento dello 0,5 indicato nella previsione iniziale a un declino del 2 per cento. L'evoluzione in atto ha indotto le organizzazioni internazionali e le istituzioni europee a sollecitare più volte dai paesi industriali provvedimenti di rilancio della domanda. In particolare la Commissione CEE adottava nel luglio una raccomandazione « sulla lotta contro la recessione », a termini della quale alcuni paesi membri, inclusa seppure « in misura limitata » l'Italia, erano invitati a prendere « misure addizionali di rilancio della congiuntura ». Verso la fine del mese successivo, i ministri europei dell'economia e delle finanze, riunitisi a Venezia, si dissero « preoccupati per l'ampiezza e la persistenza della recessione economica e delle sue conseguenze sull'occupazione ». Essi decisero che « uno sforzo complementare di rilancio sarà fatto immediatamente dai paesi membri la cui situazione in materia di bilancia dei pagamenti correnti, dei prezzi e delle finanze pubbliche lo consenta ». Ancora in dicembre il Consiglio della Comunità affermava, per quanto riguardava l'Italia, che « il Governo

dovrebbe fare il possibile per accelerare l'attuazione delle misure di rilancio adottate, in quanto ritardi in questo settore potrebbero compromettere, in un prossimo futuro, le condizioni per uno sviluppo economico equilibrato ».

Negli anni Settanta i disavanzi dei bilanci pubblici nei principali paesi industriali hanno mostrato una tendenza ad accrescersi. In termini di prodotto nazionale lordo, essi si erano mantenuti inizialmente entro i limiti di qualche punto percentuale; il salto è avvenuto fra il 1974 e il 1975 ed ha avuto funzione chiaramente anticiclica. Ma in alcuni paesi, in virtù del carattere di reversibilità dato ai provvedimenti, la manovra di bilancio non ha contraddetto l'orientamento teso a spostare il sistema degli obiettivi verso il contenimento dell'inflazione.

Un contesto delle finanze pubbliche strutturalmente abbastanza sano e il raggiungimento del consenso tra le parti sociali su aumenti salariali compatibili con l'obiettivo di smorzare l'inflazione stanno abbassando il tasso, specie nei paesi a valuta forte, verso i livelli degli anni Sessanta. Poiché i moderati aumenti delle retribuzioni saranno quasi interamente compensati da guadagni di produttività, che tendono ad accentuarsi durante la fase ascendente del ciclo, si va delineando un miglioramento delle prospettive di profitto, il quale stimola l'attività di investimento in un circolo « virtuoso » analogo a quello che sostenne il processo di espansione economica in Italia negli anni Cinquanta, allorché il beneficio della maggiore produttività veniva trasferito ai lavoratori nella forma di aumento delle retribuzioni e alla collettività nella forma di riduzione dei prezzi relativi dei manufatti.

La consapevolezza della necessità di dare priorità al contenimento dell'inflazione si è estesa anche a paesi, come il Regno Unito, dove le condizioni sia della finanza pubblica sia delle relazioni tra impresa e lavoro erano obiettivamente più difficili. E' stato raggiunto l'accordo su una norma che consente di limitare al 13 per cento l'incremento medio dei salari nei dodici mesi terminanti a luglio di quest'anno, con un dimezzamento rispetto all'anno precedente; la norma stabilita recentemente permetterà di contenere entro il 5 per cento l'incremento nei dodici mesi che mettono capo al luglio 1977. La caduta del tasso di aumento nominale dei salari, che comporta nei due periodi una seppur lieve flessione dei medesimi in termini reali, sta rendendo possibile una sensibile riduzione del ritmo di aumento dei prezzi che, mentre era il più elevato fra quelli dei principali paesi industriali nella prima metà del 1975, dovrebbe scendere verso la fine del 1977 intorno

al 4-5 per cento, ossia al livello che la Germania si è proposta come obiettivo per l'anno in corso.

Nei primi mesi del corrente anno si confermava la generalizzazione della ripresa; tuttavia, mentre il successo delle politiche di stabilizzazione tendeva a consolidarla nei paesi che erano usciti prima dalla recessione, gli altri risentivano delle aspettative di recrudescenza dell'inflazione e di aggravamento dei conti con l'estero, che in alcuni casi davano luogo a notevoli perdite di riserve e a flessioni nei tassi di cambio. Queste ultime, e l'incremento dei prezzi all'origine, ponevano in atto ulteriori fattori di tensione per il sistema dei costi e dei prezzi interni.

Ne sono derivati in alcuni paesi una ripresa del ritmo di aumento dei prezzi e, in generale, un peggioramento nelle prospettive di ripristino della stabilità monetaria, che ha nuovamente consigliato un atteggiamento di cautela, dopo le forzature della politica espansiva che, secondo le valutazioni congiunturali prevalenti specialmente in Europa durante l'estate e l'autunno 1975, erano apparse necessarie. Laddove il deterioramento nei pagamenti con l'estero è stato più accentuato, la tendenza dei principali aggregati monetari è stata rovesciata in direzione restrittiva. Ne sono nate incertezze e preoccupazioni, che tendono a incidere sulla domanda e in particolare sulla propensione ad investire, in una fase in cui la ripresa è da poco iniziata e perciò non ha ancora riportato quelle economie in prossimità della linea di sviluppo potenziale.

Il quadro congiunturale, le valutazioni e gli interventi del 1974-75.

Anche in Italia l'azione di regolazione della congiuntura economica durante gli anni 1974-75 si è rivolta prima al ristabilimento dell'equilibrio esterno ed all'attenuazione della pressione inflazionistica, indi al rilancio. Nella fase della stabilizzazione, le politiche restrittive hanno comportato un abbassamento dei livelli produttivi e un calo delle importazioni. A quell'abbassamento si è associata una forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto: dietro una facciata di prezzi in minor tensione, il problema dell'inflazione, lungi dall'essere vinto, si andava così riproponendo, in una forma anche meno trattabile, dal lato dei costi.

Dopo l'autunno del 1969, le imprese industriali, in presenza di una minore flessibilità nell'impiego delle forze di lavoro e degli impianti, avevano cercato di assorbire almeno in parte gli aumenti intervenuti nel costo del lavoro mediante piú ampi investimenti in macchine ed attrezzature, intesi a razionalizzare i processi produttivi e ad acquisire nuove tecnologie. Questo sforzo ha elevato il tasso di aumento della dotazione di capitale per ora lavorata, tra il 1970 e il 1973, assai oltre quello degli anni precedenti. Ma l'aumento della produttività era ugualmente sopravanzato dalla spinta salariale, che nel triennio 1971-73 faceva aumentare il costo del lavoro per unità di prodotto in ragione del 10 per cento all'anno. La concorrenza internazionale permetteva solo in parte di traslare i maggiori costi sui prezzi e imponeva alle imprese di subire una contrazione dei profitti unitari.

Mentre l'impiego del fattore di produzione piú largamente disponibile, il lavoro, ristagnava, si determinava una ulteriore tensione sul mercato dei capitali. La capacità di concorrenza della nostra economia diminuiva e la nostra quota di partecipazione al commercio mondiale cessava di accrescersi.

Nel 1973, per la prima volta in un decennio, la bilancia dei pagamenti dell'Italia presentava un disavanzo di parte corrente. La pressione sulle riserve si faceva pesante, anche per effetto dei movimenti di capitali; la fissità del cambio veniva abbandonata e la fluttuazione sfociava in una svalutazione del 20 per cento in due anni, nonostante il largo ricorso al credito estero.

Era bastato un non lungo periodo di ripresa della domanda per porre in tensione il sistema, nonostante la non piena utilizzazione degli impianti in numerosi settori. Questo rapido insorgere di condizioni di crisi dava la misura della riduzione dei margini economicamente sfruttabili degli impianti causata dall'aumento dei costi, dalle rigidità nell'impiego del capitale e del lavoro e dalla direzione in cui lo sviluppo dei consumi nazionali si era orientato fin dagli inizi degli anni Sessanta. Le pressioni inflazionistiche venivano accentuate dai bassi tassi di crescita della produttività nelle aree meno esposte alla concorrenza.

Nel tentativo di correggere le distorsioni di fondo della nostra economia, i mercati monetari e finanziari venivano sottoposti a crescenti vincoli; oneri sempre maggiori erano trasferiti sul bilancio dello Stato con l'effetto ultimo di superare i limiti di compatibilità finanziaria dell'intervento pubblico.

Ad accrescere le tensioni del sistema sopravvenne nell'autunno del 1973 la crisi del petrolio, che colpì l'economia italiana più gravemente di quelle degli altri paesi industrializzati per la nostra povertà di fonti energetiche, comportando nel 1974 un aggravio nel costo dei rifornimenti pari a circa quattromila miliardi di lire, ossia al 3,8 per cento del prodotto nazionale, contro l'1,8 per la media degli altri paesi dell'OCSE.

Fu subito chiaro che l'eventuale tentativo dei paesi importatori di petrolio di ristabilire l'equilibrio esterno mediante politiche restrittive avrebbe alimentato e diffuso spinte recessive. Cosicché, quando nel febbraio-marzo del 1974 l'Italia trattò con il Fondo monetario internazionale la concessione del credito *stand-by*, al nostro paese fu chiesto di eliminare, entro la fine del 1975, esclusivamente la quota del deficit di parte corrente non causata dall'aumento del prezzo del petrolio. Ma in difetto di accordi internazionali per il finanziamento integrale del disavanzo « petrolifero », e di fronte al persistere di una bilancia passiva, già nel secondo trimestre del 1974 andò sviluppandosi, all'interno e all'estero, la convinzione che l'Italia fosse alla vigilia di una grave crisi. Da ciò nasceva la necessità di proporsi l'assorbimento, nel corso del 1975, non solo del disavanzo « non petrolifero » ma anche di larga parte di quello petrolifero. Tuttavia, sempre nell'autunno del 1974 la Relazione previsionale e programmatica indicava come obiettivi di politica economica quelli di mantenere invariato per il 1975 il livello della domanda interna in termini reali e di destinare l'aumento del reddito, indotto dallo sviluppo delle esportazioni, alla riduzione del disavanzo delle partite correnti, che dai 5.300 miliardi di lire del 1974 si riteneva dovesse discendere nel 1975 a 2.900 miliardi, pari a una proporzione sempre assai alta del disavanzo petrolifero.

La recessione italiana si inseriva in quella internazionale. Tra il secondo semestre del 1974 e il primo semestre del 1975 il commercio mondiale subiva una imprevista diminuzione dell'11 per cento su base annua. Sempre contro le previsioni, le più importanti economie mondiali presentavano, nella primavera-estate del 1975, i più accentuati declini dell'attività industriale, pari nel giro di un anno al 13 per cento in Giappone, al 12 negli Stati Uniti, all'11 in Germania e in Francia, al 7 nel Regno Unito. Le nostre esportazioni riuscivano a stento a mantenere i livelli raggiunti in termini di valore.

Nel nostro paese la produzione industriale alla fine di giugno era diminuita del 12 per cento rispetto a quella di dodici mesi prima; il prodotto lordo interno formatosi nel primo semestre era del 6 per

cento minore di quello del primo semestre del 1974. Massiccio era il ricorso alla Cassa per l'integrazione dei guadagni. Il miglioramento della bilancia dei pagamenti rifletteva l'eccezionale calo delle importazioni, diminuite nel primo semestre, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dell'8 per cento in valore e del 19 per cento in quantità.

Nell'estate del 1975 il disavanzo di parte corrente della nostra bilancia con l'estero risultava quasi annullato; l'indice dei prezzi all'ingrosso era stabile da diversi mesi, anche per la tendenza cedente dei prezzi delle materie prime, e l'aumento dei prezzi al consumo era sceso al 12 per cento dal 24 per cento del 1974.

L'obiettivo dell'equilibrio dei conti con l'estero era stato raggiunto in tempi piú brevi del previsto grazie anche alla riduzione ciclica delle scorte, ed a prezzo della forte riduzione dei livelli di attività e del grave peggioramento di fondo nel rapporto costi/prezzi, mitigato in parte portando a carico del bilancio pubblico il mantenimento dell'occupazione ed altri costi. Nel periodo dell'aggiustamento, la remunerazione del lavoro, invece di atteggiarsi in direzione coerente col deterioramento delle ragioni di scambio dovuto al minor potere d'acquisto in termini di fonti di energia e di materie prime, cresceva piú che proporzionalmente all'aumento del reddito nazionale a valori correnti, per effetto dei miglioramenti retributivi e del rafforzamento del sistema di scala mobile negoziati nel gennaio 1975. Nell'industria il costo del lavoro per unità di prodotto, già accresciutosi del 20 per cento nel 1974, subiva nel 1975 un abnorme aumento del 33 per cento, dovuto per due terzi alla crescita dei salari e per un terzo alla diminuzione della produttività.

A seguito della descritta evoluzione congiunturale all'interno e all'estero, le linee della nostra politica economica furono sottoposte a riconsiderazione nelle sedi ufficiali, negli ambienti imprenditoriali e sindacali, in quelli accademici. Il clima di opinione portò ad allargare il dibattito dai problemi congiunturali a quelli di struttura e a prefigurare interventi di ampia portata finanziaria, in presenza di equilibri di cui una piú attenta osservazione avrebbe rivelato quel carattere precario che il seguito degli eventi ebbe a confermare: questi equilibri infatti si giovavano dell'incidenza dei fattori ciclici sulla bilancia corrente ed erano minati dalla sottostante evoluzione dei costi unitari. L'interesse si rivolse sia agli aspetti produttivi delle imprese industriali, sia a quelli finanziari delle imprese in genere. Da un lato, per migliorare la posizione concorren-

ziale del sistema, si tentò di individuare i settori produttivi con piú stabili prospettive di sviluppo e le innovazioni aziendali atte ad elevare la produttività; dall'altro, si ricercarono modi per diminuire il grado dell'indebitamento e per attenuarne il costo. Per la ristrutturazione finanziaria delle imprese alcuni proposero apporti di capitale di rischio da parte di organi finanziari di nuova istituzione, o da parte degli istituti di credito speciale e delle stesse banche; altri, il concorso dello Stato che sostituisse debiti con capitale di rischio offerto a condizioni agevolate; altri ancora, la conversione dell'indebitamento a lungo termine assunto a tassi elevati nel 1974. Ai programmi di risanamento delle imprese si accompagnarono proposte di modifica degli assetti istituzionali degli stessi intermediari finanziari. Sul terreno normativo alcune delle idee dibattute in quei mesi avrebbero trovato poi collocazione nel piano per la ristrutturazione e la riconversione industriale presentato al Parlamento il 2 gennaio di quest'anno quando ormai incombevano la crisi di governo e quella valutaria.

Alla diversità di opinioni sulle modifiche di struttura faceva riscontro, sul piano congiunturale, un largo consenso a favore di una politica espansiva. Si riconosceva che il sistema produttivo italiano poteva risultare compromesso da una recessione troppo prolungata, che avrebbe comportato, oltre i costi umani, la distruzione o dispersione di capitale tecnico, di forze lavorative e imprenditoriali. Anche in sede internazionale venivano formulate, come ho già avuto occasione di ricordare, raccomandazioni a favore di una politica di reflazione.

Prese consistenza, quindi, l'iniziativa di un rilancio, affidato in prima istanza alla sollecitazione delle esportazioni, accompagnata da provvedimenti per il sostegno degli investimenti specie nei settori delle infrastrutture sociali, dell'edilizia abitativa e delle imprese interessate alle esportazioni. Dati gli scarsi margini di manovra, costituivano presupposti essenziali per il successo di siffatto tentativo l'evitare ulteriori aggravii dei costi e ulteriori dilatazioni della spesa pubblica corrente nonché la formazione di un maggiore consenso delle forze politiche e sociali sulle scelte e sui modi della loro realizzazione.

Entro queste linee fu chiesto il contributo della politica monetaria, che operò lungo le direttrici del rifinanziamento delle esportazioni e della riduzione dei tassi di interesse a breve termine.

Nel mese di agosto fu elevato da 1.400 a 2.500 miliardi il *plafond* assicurativo dell'INA per i crediti all'esportazione e fissato un *plafond* particolare di altri 1.000 miliardi per la copertura di operazioni in precedenza assicurate solo parzialmente. Parallelamente fu incrementato

di 300 miliardi il fondo di dotazione del Mediocredito centrale, al quale furono assegnati anche 50 miliardi per contributo interessi alle operazioni di credito finanziario legate all'esportazione.

I provvedimenti di rilancio delle esportazioni presero, nel settore a breve termine, la forma di un rifinanziamento alle banche nella misura del 50 per cento del credito concesso da esportatori italiani ad importatori stranieri. Per le cifre da esse indicate, le aziende di credito accendevano riporti di valuta a fronte dei quali erano costituiti presso la Banca d'Italia depositi utilizzabili a misura che venisse comprovato il finanziamento delle dilazioni di pagamento concesse dalla clientela esportatrice. Il riporto doveva essere automaticamente accordato a richiesta; la sua entità era gonfiata dalla domanda precauzionale delle aziende di credito, cosicché solo una parte dei depositi costituiti in contropartita poteva dirsi suscettibile di effettivo utilizzo e quindi riserva di liquidità.

Nel medesimo turno di tempo il disavanzo di cassa del Tesoro subiva una dilatazione non prevista. Nel mese di ottobre la previsione per il 1975 era ancora di 11.000 miliardi, ma a fine anno il disavanzo si collocava sui 14.200. Il fabbisogno era di 5.400 miliardi nel quarto trimestre, superiore di 3.200 a quello del quarto trimestre 1974 e alle previsioni. Nello stesso trimestre dovevano essere effettuati rimborsi di titoli precedentemente emessi per le occorrenze del Tesoro nella misura di 8.122 miliardi; confrontato con quello dei corrispondenti periodi degli anni precedenti, tale importo è pari a due volte e mezzo quello del 1974, oltre nove volte quello del 1973. I crescenti disavanzi hanno fatto dei titoli pubblici in scadenza una massa imponente che riesce sempre più difficile spostare in avanti. I ragionamenti condotti sul fabbisogno netto spesso ignorano questa difficoltà.

Parallelamente all'azione sulla liquidità, un'altra ne veniva decisa e condotta in sede politica, perché l'effetto sui tassi di interesse si sviluppasse con rapidità: in settembre le principali aziende di credito venivano invitate a diminuire di due punti i tassi attivi. Nello stesso mese si riduceva di un punto il tasso di sconto; in ottobre veniva diminuito il tasso base dell'asta sui buoni ordinari del Tesoro; in novembre venivano ridotti a beneficio delle imprese i tassi base riconosciuti per le diverse forme di credito agevolato.

Il provvedimento sulle esportazioni entrò in vigore il 15 settembre; alla fine di quel mese i riporti ammontavano a 1.198 miliardi, 1.063 dei quali ancora giacenti inutilizzati nei depositi costituiti a fronte di essi. Nei mesi successivi l'apertura di credito crebbe fino a 1.776 miliardi e i depositi scesero a 1.026.

L'ampiezza del ricorso alle emissioni di titoli a breve termine per il finanziamento del Tesoro, d'altra parte, se ha permesso che la creazione di base monetaria per la copertura del disavanzo pubblico venisse contenuta in una misura che la sola emissione di titoli a lunga non avrebbe certamente consentito, ha assicurato al sistema bancario una disponibilità aggiuntiva alla liquidità in senso stretto. Anche limitando la considerazione all'importo dei BOT in scadenza in ciascun mese, queste vere e proprie riserve di liquidità secondaria ammontavano a 3.000 miliardi in settembre, a 1.300 in ottobre e a 2.600 in novembre; dicembre non presentava buoni in scadenza.

L'ammontare dei BOT per investimenti liberi in circolazione è salito da 2.300 miliardi a fine 1973 a 19.400 a fine 1975; nello stesso arco di tempo quelli di proprietà delle aziende di credito e del pubblico sono passati da 900 a 7.500 miliardi.

Nell'ambito delle direttive della politica economica intrapresa, e nel vincolo di non far mancare allo Stato i mezzi per il finanziamento del suo disavanzo di cassa, l'istituto di emissione ha usato gli strumenti di propria diretta pertinenza al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle operazioni sui mercati monetari e finanziari. Tali strumenti sono le operazioni di finanziamento alle banche, gli acquisti e le vendite di titoli di Stato ed obbligazionari sul mercato secondario, le domande alle aste dei BOT.

In agosto il sistema bancario azzerava il suo debito con l'istituto di emissione nelle forme del risconto e dell'anticipazione a scadenza fissa; da quel momento e anche nel mese di dicembre, nel quale il ricorso delle banche è normalmente elevato, non avevano luogo operazioni di questo tipo.

Per quanto riguarda i titoli, tra il settembre e il dicembre la Banca ne assorbiva per 7.873 miliardi all'emissione ed effettuava collocamenti netti sul mercato per 3.882 miliardi. Confrontato con quelli di corrispondenti periodi, l'importo degli acquisti all'emissione era pari a due volte e mezzo quello del 1974, a cinque volte quello del 1973. Nonostante questa progressione, l'importo dei collocamenti rappresentava una quota degli acquisti solo di poco inferiore a quella del 1974, e di gran lunga superiore a quelle degli anni precedenti.

Parallelamente, la Banca orientava i propri interventi nelle borse valori al fine di mantenere il tasso a lunga ad un livello abbastanza elevato per incoraggiare l'investimento obbligazionario da parte del

pubblico. A partire dall'ultima settimana di ottobre la Banca diveniva venditrice netta e tale rimaneva fino al mese di gennaio. Questa condotta non ha precedenti nell'ultimo quinquennio.

Sul fronte dei tassi a breve, l'indirizzo alla diminuzione era perseguito con energia in settembre ed in ottobre; successivamente diveniva prudente, con larghi collocamenti di buoni subito dopo l'asta di ottobre e con l'aumento del tasso offerto all'asta di novembre per i buoni a sei mesi. Nel trimestre settembre-novembre l'Istituto vendeva sul mercato buoni ordinari del Tesoro per 2.546 miliardi.

Quale effetto combinato dei provvedimenti e delle operazioni sopra descritti la liquidità bancaria, comprensiva dei depositi precauzionali intesi al finanziamento delle esportazioni, salì a circa 3.000 miliardi in settembre, e si mantenne intorno a tale livello sino alla fine dell'anno.

In particolare, nel dicembre, mese nel quale a causa dell'andamento stagionale della liquidità si evita normalmente di porre BOT all'asta, l'istituto di emissione continuava le vendite in borsa e acquisiva al proprio portafoglio ingenti emissioni di titoli del Tesoro. Le banche effettuavano acquisti di obbligazioni per 728 miliardi; presso il pubblico non bancario, che in dicembre è usualmente assente dal mercato obbligazionario, venivano collocati 260 miliardi di titoli.

In gennaio venivano collocati presso il pubblico e le aziende di credito titoli di Stato a medio e lungo termine per un ammontare netto di 1.000 miliardi e 580 miliardi di BOT, di cui 370 all'asta del mese.

Confrontando la vicenda del 1975 con la corrispondente congiuntura del precedente ciclo di politica monetaria, la quale ebbe inizio allorché, verso la metà del 1970, si uscì dalla fase di restrizione, si osserva che tra il secondo trimestre del 1970 ed il secondo trimestre del 1971 il rapporto della liquidità rispetto ai depositi salì dal 2,7 al 5,3 per cento. Tra il quarto trimestre del 1974 ed il quarto trimestre del 1975 esso è salito dal 2,1 al 3,1 per cento; nello stesso periodo la liquidità calcolata al netto dei rifinanziamenti a breve termine concessi dalla banca centrale (risconti, anticipazioni a scadenza fissa e depositi precostituiti a fronte di crediti all'esportazione) è passata dallo 0,9 al 2,1 per cento dei depositi, mentre tra il secondo trimestre del 1970 e il secondo trimestre del 1971 era salita dallo 0,4 al 5,4 per cento.

Nell'ultimo trimestre del 1975 il rapporto tra liquidità netta e depositi è stato superiore a quello del quarto trimestre del 1974, periodo di severa restrizione monetaria, ma al di sotto dei livelli osservati nei corrispondenti periodi degli anni 1971, 1972 e 1973.

Il cambio.

Per comporre il quadro delle cause vicine della grave crisi valutaria insorta al principio del 1976 occorre a questo punto ripercorrere la vicenda dei mercati valutari lungo l'intero 1975.

Nei primi mesi dello scorso anno il dollaro aveva manifestato sui mercati internazionali una tendenza cedente, cui fecero seguito una maggiore fermezza e, da metà anno, la forte ripresa di cui si è detto prima. Questi movimenti, insieme con la ripresa del franco francese e con l'indebolimento della sterlina, producevano tensioni dalle quali la nostra moneta rimaneva al riparo. L'orientamento della politica monetaria, ancora ispirato a cautela, invogliava gli operatori nazionali all'acquisizione di finanziamenti in dollari e in altre valute; questo comportamento, e la caduta delle importazioni, conferivano al cambio della lira una intonazione forte, che consentiva alle autorità di procedere ad acquisti di valuta sul mercato. Il rafforzamento delle riserve che ne seguiva, anche per effetto dell'incasso di 400 milioni di dollari sul prestito del Fondo monetario internazionale, consigliava il rimborso anticipato di 500 milioni sul deposito della Bundesbank.

Nei mesi di aprile e maggio, nonostante i violenti movimenti che scuotevano i mercati esteri e l'avvio di una politica monetaria più permissiva, che si manifestava in maggio nella riduzione del tasso di sconto e nella revoca dell'obbligo del finanziamento in valuta dei pagamenti anticipati delle importazioni, la lira si consolidava ancora, consentendo alle autorità nuovi acquisti di valuta, che veniva destinata all'estinzione di debiti in scadenza. L'andamento del cambio e quello delle transazioni ufficiali in valuta rispecchiavano il miglioramento delle partite correnti, i cui effetti erano rafforzati dall'afflusso di capitali e dall'indebitamento delle banche all'estero conseguenti alla propensione dei residenti ad assumere debiti in valuta.

Nella prima metà di giugno le operazioni sul mercato si saldavano ancora con rilevanti acquisizioni di valuta alle disponibilità ufficiali. Una improvvisa svolta interveniva alla metà del mese in un mutato contesto di aspettative.

Nel luglio-agosto l'apprezzamento del dollaro accentuava i motivi di apprensione per le monete più deboli, soprattutto la sterlina e la lira. Gli operatori residenti erano indotti ad estinguere finanziamenti in

valuta e ad acquistare anticipatamente divisa da utilizzare per pagamenti futuri, in ciò favoriti dal nuovo indirizzo della politica di liquidità, intesa al rilancio dell'economia. In questa fase si colloca l'adozione, avvenuta il 13 agosto, dei provvedimenti anticongiunturali. La stabilità del tasso di cambio ponderato, che non escludeva una flessione rispetto al dollaro, veniva assicurata mediante interventi di sostegno.

La situazione si appesantiva dopo la metà di settembre, per il concorso di cause esterne ed interne: all'estero, il delinarsi di un nuovo regime dell'oro che ne deprimeva il prezzo e sospingeva ulteriormente il dollaro al rialzo; in Italia, l'accelerazione della domanda, alimentata da una ripresa di accumulazione di scorte, e l'introduzione del meccanismo di finanziamento agevolato a breve all'esportazione, i cui effetti di liquidità facevano scendere i tassi a breve. Questa riduzione sollecitava la richiesta di valuta da parte della clientela residente e, in un secondo tempo, induceva il sistema bancario ad investire all'estero liquidità in lire, nei limiti consentiti dal massimale « pronto contro termine ».

Tuttavia a partire dal luglio e fino all'ottobre il livello delle riserve risentiva negativamente soltanto della riduzione della posizione debitoria delle banche e dell'inversione di tendenza nei movimenti di capitale « autonomi », specie nei crediti commerciali, il cui andamento appariva strettamente legato alla riduzione in atto nella consistenza dei depositi obbligatori all'importazione. Nei primi dieci mesi dell'anno, anzi, il saldo « autonomo » della bilancia dei pagamenti risultava in attivo di circa 200 milioni di dollari. Sembravano così confermate le più recenti previsioni, secondo le quali la parte corrente avrebbe potuto, nel 1975, chiudersi in pareggio. Dalla già ricordata stima di un disavanzo di 2.900 miliardi di lire, formulata nell'autunno del 1974, si era scesi per successive revisioni migliorative fino all'ipotesi del pareggio, avanzata nella tarda estate del 1975 in presenza di un andamento spiccatamente recessivo dell'economia. Alcuni organismi internazionali giunsero in quell'epoca ad ipotizzare un avanzo. Esistevano quindi un clima di opinione non favorevole al deprezzamento della lira e un andamento della bilancia dei pagamenti che non offriva giustificazioni a un tale indirizzo.

Nella condotta della politica valutaria, inoltre, si facevano valere le considerazioni che il deprezzamento avrebbe alimentato l'inflazione e che una ripresa produttiva avrebbe potuto innalzare la produttività e far recuperare ai costi unitari una linea compatibile con il vigente livello del cambio.

In tutto questo arco di tempo e mentre la ripresa tardava a concretarsi, piú insistenti e giustificate si facevano le pressioni degli esportatori per essere sostenuti con azioni collaterali, diverse dal deprezzamento del cambio. In tale contesto si inseriscono la direttiva del Comitato del credito per un accesso privilegiato alle facilitazioni a tasso normale della Banca d'Italia a favore delle aziende che allargassero il credito all'esportazione, adottata fin dal marzo; i provvedimenti già menzionati dell'agosto, tra cui il finanziamento agevolato; la riconduzione dei termini di regolamento posticipato delle esportazioni da 3 a 4 mesi, concessa in dicembre; l'accelerazione nei rimborsi dell'IVA sulle merci esportate; l'idea, autorevolmente proposta, di un'imposta sostitutiva di oneri sociali rimborsabile all'esportazione.

Salvo la decisione del marzo, che non trovò pratica applicazione, queste varie facilitazioni, se potevano giustificarsi con la stabilità del cambio in presenza di costi in aumento, avevano però l'effetto di ridurre il controllo delle autorità sui flussi della liquidità interna e sul movimento valutario, cioè creavano condizioni che rendevano piú vulnerabile la difesa del cambio.

La bilancia valutaria peggiorava decisamente nella seconda metà di novembre; soltanto a gennaio la disponibilità dei dati analitici rivelò che il deterioramento riguardava la parte corrente. Essa ritornò in pareggio nella prima metà di dicembre, facendo apparire il dato di novembre come un movimento che, dopo l'avanzo dei primi dieci mesi, avrebbe riportato gli andamenti per l'intero anno entro le previsioni. Nella seconda metà di dicembre sopravvenne invece un forte peggioramento, per cui nei dati analitici complessivi, conosciuti a febbraio, il mese, preso nel suo insieme, segnò un cospicuo disavanzo di parte corrente; il peggioramento riguardò anche le voci degli invisibili, nelle quali possono nascondersi deflussi di capitali, e il cui andamento manifestava che la pressione in atto sulla lira non era soltanto addebitabile alle importazioni, bensí anche ad una grave crisi di fiducia.

Nonostante il peggioramento in fine d'anno, la bilancia economica si è chiusa, per l'intera annata, con un disavanzo di parte corrente di appena mezzo miliardo di dollari, che si confronta con gli 8 miliardi del 1974; la flessione delle riserve di 1,7 miliardi derivando per due terzi dal saldo passivo del movimento di capitali, dal miglioramento della posizione estera delle banche e dai rimborsi netti di prestiti.

Nelle settimane a cavallo tra il 1975 e il 1976, la crisi di governo, l'attenzione posta con accenti polemici al livello delle nostre riserve,

la diffusione di notizie circa una riconsiderazione critica dei crediti bancari verso l'Italia da parte di una delle autorità di controllo americane, sviluppavano le pressioni sulla lira; la difesa richiedeva interventi che se non potevano dirsi grandi alla stregua di quelli che si osservano nelle crisi valutarie, lo erano per rapporto alle nostre stremate riserve, e mettevano capo il 20 gennaio alla sospensione delle quotazioni ufficiali e degli interventi stessi. Il volume degli interventi in vendita nei mesi di dicembre e gennaio è stato uguale ad appena un quinto di quelli con cui la Francia ha difeso la sua moneta dalla fine di gennaio al marzo di quest'anno.

La crisi di gennaio sul mercato dei cambi non ha quindi tratto origine da un persistente disavanzo di bilancia dei pagamenti, bensì trova le sue cause remote negli squilibri di fondo che si sono venuti aggravando nel corso degli anni, e quelle immediate nella povertà delle riserve e nella nostra ridotta affidabilità di credito per il carico dei debiti accumulati nel triennio 1972-74.

Una economia ad alto sviluppo di intermediazione finanziaria, come la nostra, trova sempre nel suo interno i margini di liquidità per movimenti speculativi sulla valuta, e ciò non solo nella liquidità del sistema bancario preso nel suo insieme, costituita da depositi e linee di credito sull'istituto di emissione, ma nei cuscinetti di liquidità del sistema, costituiti dai depositi interbancari, e nei succedanei della liquidità, tra cui i buoni del Tesoro a breve termine. Quando queste liquidità interne e questi crediti quasi monetari vengono attivati, l'istituto di emissione non può, senza gravi conseguenze, negare il suo concorso agli istituti centrali e alle aziende che subiscono i ritiri di depositi interbancari, o allo stesso Tesoro. E ancora, a monte della liquidità esterna e interna del sistema bancario, esiste la liquidità dell'economia, che può trarre sulle linee di credito inutilizzate, pari da noi a 30 mila miliardi di lire (contro 2-3 mila di liquidità bancaria), e sulla stessa consistenza di depositi e di titoli a breve in suo possesso.

La povertà delle riserve che stavano a fronte dell'ampia domanda potenziale di valuta è stata resa più acuta dalle limitazioni frapposte al ruolo dell'oro come mezzo di pagamento internazionale. Il ricorso possibile al credito di autorità ufficiali, inoltre, si è palesato di fatto meno ampio del previsto per la difficoltà incontrata in gennaio ad attivare, se non per una modesta frazione, la linea di credito reciproca con la Banca di riserva federale di New York, che in ogni caso rappresenta un sollievo solo nel breve termine.

La sospensione delle quotazioni ufficiali si produceva in corrispondenza con una fase di negoziati per il rinnovo di grandi contratti nazionali di lavoro impostati su piattaforme nettamente inflazionistiche, e tali da distruggere ogni prospettiva di compatibilità tra il vecchio livello del cambio e gli incombenti nuovi livelli del costo del lavoro.

Essa costituiva al tempo stesso un richiamo alla gravità della situazione e la condizione per una prima verifica di mercato del valore esterno della lira. Se, anche in virtù di quel richiamo, si fosse addivenuti alla formazione di un governo dotato di sufficiente forza politica e all'adozione di un programma adeguato di azione economica, la verifica avrebbe potuto mettere capo a un tasso di cambio capace di reggersi su un qualche livello di stabilità. Ma in assenza di quelle condizioni e in periodo stagionalmente avverso, il cambio si riportava prima sulla linea di tendenza flettente del 1973-74, e nella terza decade di febbraio accelerava la caduta a un ritmo tale da rendere indispensabile la ripresa immediata degli interventi. L'annuncio stesso della riapertura del mercato dal primo marzo invertiva per qualche giorno la tendenza.

Durante i quaranta giorni di chiusura del mercato, intanto, pur nel difetto di un programma globale di risanamento, erano state prese varie misure in senso restrittivo: la revoca dei finanziamenti agevolati alle esportazioni, con conseguente distruzione di liquidità potenziale per oltre 800 miliardi di lire; l'aumento della riserva obbligatoria sui depositi, che assorbiva altri 800 miliardi di base monetaria; la riduzione a 15 giorni dei termini di validità dei conti valutari; l'aumento di due punti nel tasso di sconto. Sul piano esterno, era stato provveduto alla ricostituzione delle riserve in valuta da 600 a 1.900 milioni di dollari, mediante la parziale attivazione della linea di credito con la Federal e il ripristino all'importo iniziale del deposito della Bundesbank. Erano anche stati condotti innanzi negoziati per prestiti con la Comunità e con il Fondo monetario.

Riaperto il mercato, gli ordini che si erano venuti accumulando durante la chiusura, forse anche per effetto dell'attesa di un intervento calmieratore della Banca d'Italia, si traducevano in una forte domanda di valuta sollecitata anche dalla crisi della sterlina e del franco francese. La caduta del cambio e la perdita di riserve che ne seguirono portavano a metà marzo ad un nuovo giro di vite sul piano fiscale, monetario e valutario. Il tasso di sconto veniva elevato dall'8 al 12 per cento; veniva ripristinato l'obbligo di finanziamento bancario in valuta per i regolamenti anticipati di importazioni.

Ma ad ogni restrizione sono seguiti nuovi motivi di tensione. Così, dopo di allora, la crisi politica e lo scioglimento delle Camere si sono riflesse in aspettative che hanno reso necessario ripristinare il deposito obbligatorio all'importazione, estendendolo ad ogni acquisto di valuta, sancire l'obbligo di parziale finanziamento in valuta dei crediti all'esportazione, negoziare nuovi crediti esteri ad integrazione delle riserve, portare i tassi del mercato monetario su livelli molto elevati.

La Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi assolvono l'amaro compito di gestire un processo che, nel governo dei flussi monetari e valutari, ci assimila all'economia di stato d'assedio.

Oltre la crisi.

L'inversione di questo processo richiede che la società italiana, in una riscossa di volontà, affronti il problema dell'espansione dell'offerta reale con mezzi meno facili e illusori della mera sollecitazione dalla domanda monetaria.

Nella misura in cui la Banca centrale non disponga di riserve valutarie atte a contrastare i possibili utilizzi della liquidità per scopi produttivi che si innestano su politiche monetarie espansive, l'economia è esposta a crisi di cambio per fatti imprevedibili, alcuni dei quali altrimenti irrilevanti, che si aggiungono agli squilibri latenti.

Questi squilibri sono stati esaltati dal gravame che la moltiplicazione per quattro del prezzo del petrolio e gli aumenti delle materie prime hanno imposto ad un sistema economico sul quale nel corso degli anni si erano venuti cumulando gli effetti di indebolimento delle strutture e di abbassamento dei rendimenti.

Anche quando saranno raggiunti gli obiettivi del programma energetico nazionale, la cui realizzazione è prevista in un decennio e che è ancora nella fase di discussione, il risparmio valutario per le importazioni di fonti di energia, calcolato ai prezzi correnti, non sarà molto superiore alla terza parte dell'attuale disavanzo petrolifero. E' necessario quindi trovare compenso alla parte non eliminabile, attraverso l'espansione delle esportazioni e il contenimento delle importazioni di altri beni.

L'intervenuto deprezzamento del cambio fornisce margini di manovra per procedere lungo questa linea. Ma i suoi effetti saranno presto riassorbiti se lo slittamento inflazionistico non verrà frenato con altre azioni di politica economica; in un sistema in cui i redditi di lavoro sono altamente indicizzati, potrebbero anzi diventare perversi.

In passato il bilancio pubblico è stato chiamato a compensare gli squilibri nei conti economici delle imprese nascenti sia da una crescita salariale eccedente la produttività, sia da un aumento difforme di quest'ultima per settori e territorialmente. I margini dell'azione pubblica di intervento furono considerati ampi dal lato della domanda, dati i livelli insoddisfacenti nell'utilizzo dei fattori produttivi e in particolare del lavoro. Ma un'azione di stimolo della domanda monetaria avrebbe dovuto tener conto di una duplice esigenza: la transitorietà dell'intervento e la flessibilità della sua misura. Ciò non è avvenuto; ne sono derivate una più rapida vulnerabilità ciclica della bilancia dei pagamenti ed una dipendenza cronica dal bilancio pubblico di ampie zone dell'occupazione, con alterazioni permanenti delle forme di mercato e, in ultima istanza, dell'efficienza del sistema economico, per la presenza di imprese sussidiate.

Osservando l'esperienza inglese è stato affermato che l'occupazione può essere sostenuta solo creando le condizioni per l'« autofinanziamento » dei posti di lavoro, cioè facendo in modo che il loro costo sia almeno coperto dal valore di mercato del prodotto ottenuto. Ogni volta che il principio è violato, il posto di lavoro viene economicamente distrutto. Se interviene lo Stato, ne deriverà prima o poi una maggiore imposizione fiscale o l'inflazione; se interviene l'impresa, ne conseguirà un suo indebolimento patrimoniale o il trasferimento dell'onere sui finanziatori o, ancora, una spinta all'inflazione.

La ripartizione dei posti di lavoro tra quelli che si autofinanziano e quelli che sollecitano imposte per essere mantenuti mostra l'insufficienza interpretativa delle posizioni di coloro che spiegano la crisi in chiave di squilibrio salariale e di quelli che ritengono dominanti gli effetti inflazionistici e di « spiazzamento » della spesa privata prodotti dall'eccessivo disavanzo pubblico. L'interpretazione della crisi viene ricondotta ad un denominatore comune: i modi di impiego della forza lavoro. La spesa pubblica e il salario sono quindi reinterpretati in funzione degli effetti reciproci, cioè degli stimoli che l'una variabile invia all'altra, e che entrambe irradiano sulla solidità della base di impiego del lavoro.

Astraendo dai pur rilevanti problemi della dimensione e della composizione della spesa pubblica, per ricondurci sul terreno della definizione di comportamenti i quali, in un contesto di stabilità monetaria, rimuovano gli ostacoli allo sviluppo e ricreino le condizioni per l'accumulazione e per la valorizzazione delle capacità produttive, riteniamo di dover enunciare due regole: che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto non ecceda quella dei paesi concorrenti sui mercati internazionali e che la creazione di base monetaria a fronte della spesa della pubblica amministrazione proceda secondo linee di sviluppo non dissimili da quelle seguite dagli stessi paesi.

Nel piú recente passato l'economia italiana si è troppo discostata dal rispetto di queste norme. Infatti, nei sei anni che vanno dal 1970 al 1975 i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria sono aumentati del 137 per cento, misura che eccede quella di tutti gli altri maggiori paesi: 107 per cento nel Regno Unito, 84 in Giappone, 75 in Francia, 51 in Belgio, 43 nella Germania federale, 40 nei Paesi Bassi, fino a un minimo del 29 per cento negli Stati Uniti. Nello stesso periodo il contributo del settore statale alla crescita della base monetaria complessiva è ammontato al 238 per cento, contro l' 87 del Giappone, il 48 degli Stati Uniti e il 6 della Germania federale; una misura dell'eccesso monetario che si è venuto a determinare sul nostro mercato per effetto del comportamento del settore statale è data dalla crescita complessiva di base monetaria: in Italia essa è stata del 194 per cento, in Giappone del 167, negli Stati Uniti del 48 e in Germania dell' 86.

I modi in cui il sistema attuale può riavvicinarsi al rispetto di queste regole, sulle quali converge ormai un largo consenso, possono essere vari e sono stati oggetto di esame in diverse sedi.

In materia di crescita delle retribuzioni si è dibattuto recentemente sulla compatibilità degli effetti congiunti della scala mobile e dei rinnovi contrattuali. La scala mobile è sorta come strumento di attenuazione della conflittualità salariale, in quanto dovrebbe garantire al lavoratore il potere di acquisto e all'imprenditore piú stabili prospettive di programmazione aziendale. Questa finalità è in larga parte vanificata da forme di contrattazione permanente; inoltre è contraddittoria l'indicizzazione di eventi inflazionistici di origine esterna, quali quelli determinati dall'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, o voluti dalla politica economica, quali l'aumento dell'imposizione indiretta, il cui effetto nel breve periodo è necessariamente quello di ridurre

il potere di acquisto dei redditi del paese. Il mantenere immutato, in situazioni come la presente, il modo di operare della scala mobile determina sul rapporto di cambio della lira uno stato permanente di squilibrio per i nessi tra deprezzamento e inflazione e richiede, per annullare il disavanzo dei conti con l'estero o attenuare il tasso d'inflazione, una contrazione del prodotto interno maggiore di quella che si avrebbe in assenza del meccanismo stesso; in ultima istanza, un peggioramento delle condizioni dei lavoratori ancor piú grave di quello che gli eventi impongono.

Uno studio effettuato in Inghilterra, a supporto del « patto sociale » là concordato, dimostra che, sotto le ipotesi di costanza della spesa pubblica e di flessibilità del cambio, una crescita salariale modesta (6 per cento) conduce a un tenore di vita piú elevato di quello che si avrebbe nel caso di un aumento sostenuto (20 per cento). Diminuirebbero in particolare, nel secondo caso rispetto al primo, l'occupazione e il reddito reale disponibile: l'economia si muoverebbe « verso una situazione decisamente peggiore da qualsiasi punto di vista ».

Sul piano pratico, per una correzione delle distorsioni che la scala mobile provoca in situazioni di grave squilibrio, si potrebbe ipotizzare che una volta effettuate da parte degli organi tecnici le previsioni annuali sull'andamento, comparato internazionalmente, delle principali grandezze ed una volta definite le scelte di politica economica, venisse concordato con le confederazioni sindacali il tasso di inflazione di riferimento compatibile con il rispetto della regola di crescita salariale. Qualora nel corso dell'anno il tasso dell'inflazione assumesse un ritmo superiore a quello di riferimento, il punto di scala mobile dovrebbe essere alleggerito o differito, tutelando peraltro le classi di reddito piú basse.

Già questo meccanismo allenterebbe la pressione che gli eccessi retributivi scaricano, attraverso i bilanci dissestati delle imprese, sull'erario. Tuttavia, presupposto di una efficace applicazione della regola salariale è una azione diretta sul disavanzo pubblico per ridurre gli effetti inflazionistici. Di questa azione occorre distinguere gli aspetti aventi un'incidenza diretta sull'economia reale, come in particolare la preminenza da dare agli investimenti sociali a scapito di altre spese pubbliche, da quelli che riguardano i mercati monetari e finanziari. Limitando l'analisi a questi ultimi, occorre procedere ad una periodica verifica di tendenza della creazione monetaria per conto del settore pubblico, con una programmazione dei flussi che non si limiti al fabbisogno finanziario

netto ma si estenda alla considerazione del rinnovo del debito pubblico, specialmente di quello fluttuante, e della alimentazione della liquidità che ne può derivare.

Qualora la spesa pubblica in disavanzo o il mancato rinnovo del debito a breve determinino situazioni di eccesso monetario rispetto alle linee di tendenza prevalenti nel resto del mondo interessato al nostro commercio, il controllo del rapporto di cambio richiede che il settore direttamente produttivo venga razionato, cioè che il suo fabbisogno finanziario sia solo parzialmente soddisfatto. La riduzione del volume del credito che resta disponibile per il settore produttivo e l'innalzamento del suo costo registreranno l'incidenza negativa sull'investimento privato derivante dall'indebitamento pubblico. Al fine di limitare tali effetti negativi occorre dare una maggiore elasticità congiunturale al bilancio pubblico dal lato delle spese e, ove ciò non sia possibile o sufficiente, da quello delle entrate. L'aliquota delle imposte dirette dovrebbe essere manovrata in funzione del realizzarsi degli obiettivi fissati in materia di prezzi e di bilancia dei pagamenti nell'ambito delle concertazioni riguardanti la crescita salariale.

Il disavanzo corrente della pubblica amministrazione è attualmente pari a circa il 6 per cento del reddito nazionale netto; esso assorbe circa un terzo del risparmio delle famiglie. La parziale distruzione del risparmio delle famiglie operata dal disavanzo corrente della pubblica amministrazione e, in misura minore, la caduta del risparmio d'impresa fino a livelli ormai anch'essi negativi, sono alla radice della paurosa contrazione del risparmio nazionale netto: dal 22 per cento del reddito nazionale netto nel 1960, al 19 dieci anni dopo, al 16 nel 1973, al 12 nel 1975.

In siffatte condizioni non può ipotizzarsi un'azione sufficientemente rapida di contenimento del disavanzo senza passare attraverso un riesame in Parlamento di spese deliberate allorché il quadro di riferimento era ben diverso da quello critico in cui attualmente si trova l'economia italiana. E' parte essenziale di questo riesame la riconsiderazione dei disavanzi nelle gestioni e nei servizi pubblici, distinguendo, tra i servizi, quelli a carattere sociale, il cui costo deve essere coperto prevalentemente con l'imposizione fiscale, e gli altri, per i quali l'adeguamento delle tariffe al costo deve valere come regola. La società, attraverso i suoi rappresentanti, deve, coerentemente con i suoi obiettivi, far cessare la distruzione, che avviene per questo canale, di risparmio altrimenti applicabile al miglioramento delle infrastrutture sociali e delle attrezzature produttive.

Un sistema creditizio imbrigliato.

Dall'inosservanza, nella politica di bilancio e in quella retributiva, di regole compatibili con la stabilità monetaria, derivano due conseguenze. La prima, che la capacità del sistema creditizio di operare come meccanismo di allocazione delle risorse è menomata; la seconda, che l'autorità è indotta a tentare di ristabilire quella compatibilità mediante interventi di carattere amministrativo. Il sistema creditizio viene investito da un processo che lo stringe in vincoli sempre più stretti e al tempo stesso lo sottopone a censura per l'altezza dei tassi e per l'orientamento degli impieghi.

L'esperienza ormai prolungata della inflazione ha distrutto l'illusione monetaria, e fatto sì che i tassi seguano meno lentamente il deprezzamento della moneta. Tuttavia l'adeguamento non è completo; i tassi reali degli ultimi tre anni sono stati da noi, salvo che per breve tratto di tempo, vicini a zero o negativi. In questa condizione, il sistema bancario agisce in effetti come un gigantesco meccanismo di redistribuzione della ricchezza finanziaria accumulata dalle famiglie a favore degli utilizzatori del credito, principalmente il settore pubblico e le imprese.

L'instabilità del mercato obbligazionario induce rischi di perdite per i possessori di titoli così come perdite possono insorgere negli impieghi a favore di imprese in precarie condizioni patrimoniali e di redditività; i prestiti a favore di enti e amministrazioni del settore pubblico, sebbene non diano tecnicamente luogo a casi di sofferenza, celano l'insidia non minore dell'immobilizzo. Gli elevati margini tra i tassi attivi e passivi delle aziende di credito riflettono anche il maggior rischio nel quale l'attività bancaria si svolge, e l'azione cautelativa che le aziende compiono, spesso di concerto, nella fissazione dei tassi. L'autorità di vigilanza ha peraltro, negli anni recenti, introdotto nuovi elementi di competitività intesi a sollecitare l'economicità delle gestioni bancarie, allargando la sfera di operatività delle aziende in senso sia spaziale sia temporale, attraverso le norme sulla competenza territoriale e sugli impieghi oltre il breve termine.

Circa l'orientamento del credito, è indubbio che in presenza d'inflazione e di deprezzamento del cambio nasce negli utilizzatori una più frequente convenienza a ricorrere al credito per usi speculativi come l'accumulazione di scorte o di altri beni reali, l'anticipo dei

pagamenti o il ritardo degli incassi in valuta. Tuttavia è estremamente difficile con gli interventi sceverare e colpire la componente speculativa delle gestioni industriali e commerciali senza recar pregiudizio agli aspetti propriamente produttivi.

Piú grave è la distorsione che viene imposta dal settore pubblico. Esso chiama la Banca centrale e le altre banche a finanziarlo, in un processo che crea base monetaria e la moltiplica nella creazione dei depositi. L'istituto di emissione e il sistema gonfiano i propri passivi, e dunque la liquidità dell'economia, acquisendo attività sulle quali non hanno esercitato scelta, e sacrificando il compito di distribuzione del risparmio tra impieghi alternativi.

Uno strumento nato per il temporaneo sostegno del finanziamento degli investimenti produttivi, quale il vincolo di portafoglio, sta consolidandosi in realtà acquisita. Auspichiamo che esso non venga allontanato dall'iniziale obiettivo per essere chiamato in soccorso di altri prenditori di fondi ai quali, a differenza degli istituti di credito speciale, non è impedito il ricorso diretto al mercato con l'emissione di titoli a breve. Restringendo l'area nella quale possono esplicarsi il comportamento spontaneo delle banche e l'azione della concorrenza, l'obbligo d'investimento in titoli entra in conflitto con l'intento delle autorità monetarie di promuovere lo sviluppo di un efficiente mercato monetario; questo infatti, mentre intensificherebbe la concorrenza sul mercato degli impieghi e della raccolta bancaria, potrebbe dar luogo a un piú rapido aggiramento dei controlli amministrativi.

Ancora, l'esperienza sofferta di controlli amministrativi, nelle forme del vincolo di portafoglio e dei massimali di credito, destabilizza le aspettative. Se ne è avuta la prova nello scorso gennaio, quando essa, in una sorta di riflesso condizionato, ha indotto nel mercato anticipate reazioni a misure amministrative di cui solo si paventava l'introduzione.

E infine, l'accrescimento negli attivi bancari della quota costituita da titoli a lunga scadenza, soprattutto ove concorra una esasperazione nella frequenza e nell'ampiezza di movimento dei tassi a breve, crea un'alterazione ciclica nel rapporto che in una ordinata gestione bancaria dovrebbe esistere tra il rendimento medio degli impieghi e quello della raccolta. Da ciò derivano seri problemi in termini di instabilità sia dei risultati del conto economico sia delle valutazioni patrimoniali. Questi problemi si farebbero piú gravi quando una parte dei rapporti di credito con la clientela venisse definita a condizioni tali

da irrigidire la struttura dei rendimenti dell'attivo oltre limiti compatibili con la variabilità del costo della raccolta a breve. Ad evitare questa conseguenza, in alcuni casi importanti di conversione nel tempo di debiti verso banche l'organo di vigilanza ha subordinato il suo assenso alla condizione che venisse concordato un tasso attivo variabile con riferimento ai tassi del mercato monetario. Il corso successivo dei saggi di interesse ha confermato che si trattava di un criterio di elementare prudenza.

L'esercizio dell'azione di controllo offre costante motivo di riflessione circa gli assetti che devono porsi a base di una corretta gestione del credito.

Uno dei problemi che si presentano riguarda il volume dell'intermediazione bancaria. La dissociazione tra i centri di formazione del risparmio e quelli dell'investimento o della spesa, la preferenza per attività immuni dalle variazioni dei corsi, la protezione contro il rischio dell'insolvenza bancaria offerta ai depositanti, la concorrenza per l'acquisizione dei depositi, le condizioni fiscali e generali che limitano l'apporto di capitale di rischio, sono da annoverare fra i fattori che in Italia hanno dilatato l'intermediazione bancaria in una misura che non trova riscontro in altri paesi. Un eccesso di attività liquide e un difetto di riserve valutarie formano lo scenario più probabile di crisi del cambio. E poiché il sistema bancario è chiamato a subire gli interventi di crisi, esso non dovrebbe vedere con sfavore lo svilupparsi di circuiti alternativi di finanziamento, ma attivamente promuoverli facilitando, con la sua capacità di contatto coi risparmiatori, un collegamento diretto tra questi ed i prenditori di fondi. Il nuovo modo di emissione dei buoni ordinari del Tesoro, contribuendo a rendere molte aziende di credito più sensibili alla esigenza di una razionale gestione della tesoreria, stimola la concorrenza bancaria. Che questa oggi cominci a manifestarsi attraverso cessioni di buoni al pubblico è fatto positivo, come è positivo l'altro, che la politica dei tassi passivi abbia ricondotto la composizione della raccolta verso una minor quota della sua componente più direttamente monetaria.

Su un piano più largo, poiché il vincolo della bilancia dei pagamenti condiziona anche nei prossimi anni le possibilità di crescita della domanda interna, l'attuazione dei programmi di ristrutturazione (piano energetico, riconversione industriale, ammodernamento agricolo) potrà richiedere un aumento del tasso di risparmio, realizzabile sia attraverso l'incremento del risparmio pubblico e dell'autofinanziamento

delle imprese, sia mediante una piú elevata propensione al risparmio delle famiglie. Fra gli strumenti atti a favorire la formazione del risparmio ed una sua efficiente allocazione, un importante ruolo potrà essere svolto, soprattutto in presenza di elevate aspettative inflazionistiche, dal perfezionamento e dall'arricchimento della gamma degli strumenti finanziari.

Oggetto di riesame in varie sedi è stato lo scorso anno il problema dei regimi di proprietà delle aziende di credito. La varietà degli assetti, che, a somiglianza di quello di altri paesi, il nostro sistema creditizio presenta, salvaguarda la funzione allocativa. Che, in questa varietà, le aziende di credito siano soggette ad un'autorità di controllo unica è, d'altra parte, una garanzia di coerenza offerta dall'attuale ordinamento istituzionale, alla quale proposte legislative tendono a pervenire anche in altri paesi. Se le direttive e gli impulsi trasmessi alle istituzioni creditizie dalle autorità di controllo venissero differenziati in funzione del regime della proprietà, facendo dipendere le diverse categorie di aziende da diverse autorità di controllo, o differenziando i principi ispiratori dei controlli, l'unicità di indirizzo della politica creditizia verrebbe perduta.

Questo criterio vale in particolar modo per le aziende di credito che, in varie forme giuridiche, rientrano nella sfera pubblica, cioè quella stessa nella quale si esercita la funzione di indirizzo e di controllo. In linea generale, la coesistenza di imprese pubbliche e private in un medesimo settore di attività economica non implica né che l'interesse pubblico alla disciplina di quel settore debba limitarsi al segmento di esso che è in mano pubblica, né che l'azione di controllo debba identificarsi con l'esercizio del diritto di proprietà. Soprattutto quando si desideri mantenere la coesistenza fra diversi assetti, l'esercizio unitario della funzione di controllo e di indirizzo potrà assicurare la distinzione tra un momento politico-economico ed un momento economico-tecnico, senza la quale verrebbe meno la parità delle condizioni operative.

Di piú delicata determinazione sono i criteri e gli obiettivi che dovrebbero informare l'esercizio del credito da parte degli istituti e delle aziende di credito di proprietà pubblica. Alla domanda se questi debbano privilegiare, nella concessione del credito, imprese del medesimo gruppo cui appartengono, non può essere data altro che risposta negativa. Se in una gara di appalto di un'opera di pubblica utilità risultasse assegnataria non l'impresa che presenta il progetto migliore od il piano di

attuazione piú economico, ma quella che è di proprietà dello Stato, si farebbe indebitamente prevalere una logica di gruppo in una materia di pubblico interesse.

Problemi analoghi si pongono anche per le aziende di credito che, rientrando nella sfera della proprietà privata, sono controllate da gruppi finanziari e industriali. Il fenomeno delle banche di gruppo, tipico degli ordinamenti creditizi di altri paesi, si è andato accentuando in Italia negli anni recenti. Proprio perché nasce in un sistema nel quale si sono ridotte le capacità di autofinanziamento delle imprese, esso presenta anche i pericoli che abbiamo sopra delineato per le aziende di credito che rientrano in gruppi di proprietà pubblica. Nell'esaminare le domande di autorizzazione a concedere fidi eccedenti i limiti consentiti, la Banca d'Italia presta una particolare attenzione a questi pericoli.

Il frequente ripetersi di fasi di stretta monetaria ha sottoposto gli istituti di credito speciale, ed in particolare quelli non collegati con aziende che raccolgono risparmio a breve, a ricorrenti difficoltà di provvista non sanabili con la piú accorta delle politiche di tesoreria, e che incidono quindi dannosamente sulla continuità del flusso di finanziamento degli investimenti. Il vincolo di portafoglio è stato inteso a gettare un ponte tra l'impiego a lunga e la raccolta a breve mediante una duplice intermediazione. Occorre riflettere ai modi e ai limiti in cui sia opportuno porre in atto legami organici tra istituzioni creditizie di diverse categorie che rendano l'operatività del sistema meno dipendente da vincoli amministrativi.

Problemi si pongono anche per le aziende di credito caratterizzate da un assetto proprietario frazionato: tra queste, le cooperative di credito sono state interessate, nel 1975, da progetti di riforme riguardanti la piú generale disciplina della cooperazione. In proposito, e proprio per le considerazioni che abbiamo svolto sopra, il nostro Istituto non ha mancato di far presente nelle sedi competenti l'unità della funzione creditizia, la quale, pur nel rispetto delle diversità strutturali delle singole banche e categorie di banche, postula il mantenimento dei vigenti assetti di controllo e di indirizzo da parte dell'autorità monetaria.

La revisione delle leggi speciali riguardanti le due categorie di cooperative di credito potrebbe realizzare il contemperamento delle esigenze di sviluppare la mutualità e di ridefinire gli ambiti operativi delle aziende bancarie di minori dimensioni con quelle di mantenere

strutture patrimoniali adeguate e di sviluppare l'accumulazione del risparmio nella forma di capitale di rischio di imprese bancarie a larga partecipazione popolare.

Quando la cornice operativa non sia profondamente alterata dall'inflazione, l'avviare il risparmio verso quegli impieghi a breve termine che le prospettive di profitto delle imprese e le garanzie offerte dal cliente facciano apparire come piú raccomandabili è opera nella quale non riteniamo che alcuna norma o indirizzo possa sostituire utilmente l'apprezzamento di chi amministra gli istituti di credito. Non possiamo quindi associarci alle richieste che, fuor di ogni riferimento alla ripresa inflazionistica in atto, si rinnovano da varie parti perché, oltre i vincoli già operanti, siano impartite norme di selezione anche nell'area del credito a breve. Nell'affrontare il problema, la Relazione sull'anno 1963 osservava che l'azione di orientamento dell'attività economica da parte dei pubblici poteri trova la sua collocazione piú appropriata nel momento delle decisioni di investimento. Per questa azione lo Stato dispone di numerosi strumenti, finanziari e non finanziari; se essa è efficace, verrà poi naturalmente assecondata anche da una distribuzione del credito di esercizio ispirata ai normali principi operativi delle banche. Ulteriori criteri di selettività applicati alla sfera del credito bancario potrebbero, anziché rafforzare il sistema degli interventi, renderlo contraddittorio. Concludeva dunque che « nella strategia economica di uno Stato moderno, il controllo qualitativo del credito bancario debba classificarsi tra i dispositivi di riserva e che esso debba essere usato moderatamente in talune situazioni congiunturali, piuttosto che costituire una componente permanente della politica del credito ». Non ci sembra che in questi anni siano state proposte idee che invalidino la logica di quelle argomentazioni, mentre anzi conforta constatare che esse sono state autonomamente riprese da altri. Il ricorso a misure selettive del credito a breve, fatto nella emergenza del 1973-74, ha messo in luce difficoltà di applicazione anche superiori a quelle previste allora.

Tra i mezzi dei quali le autorità dispongono per indirizzare gli investimenti, vi è il controllo selettivo attuato attraverso le autorizzazioni amministrative all'emissione dei titoli a reddito fisso. La recente estensione di questa disciplina alle cartelle fondiari è un importante contributo di completezza e di coerenza agli strumenti della politica selettiva.

La Banca e la collettività.

I compiti attribuiti alla nostra Banca si pongono come strumenti per realizzare fini che interessano la collettività.

Si compiono in questi giorni cinquant'anni da quando il ruolo di interesse pubblico della Banca d'Italia trovò la sua consacrazione sul piano formale dell'ordinamento giuridico. Infatti, nel 1926 la Banca d'Italia venne riconosciuta come unico istituto regolatore della circolazione monetaria sotto la vigilanza degli organi governativi e parlamentari, ed insieme a questa funzione di banca centrale le si attribuirono compiti di controllo sulle aziende di credito in appoggio ai poteri di intervento riconosciuti ai dicasteri già competenti in materia.

Furono con ciò conferiti alla Banca d'Italia, che aveva struttura giuridica di società per azioni, poteri intesi a soddisfare finalità pubblicistiche sia per quanto concerne la liquidità del sistema sia per quanto concerne la correttezza della gestione delle banche.

Questo modello organizzativo di ente a struttura bancaria, dotato di autonomia negoziale, chiamato a svolgere funzioni pubbliche in ausilio ad organi tipici dell'apparato burocratico dello Stato, venne solo parzialmente utilizzato dieci anni dopo nella legislazione del 1936 che portò all'attribuzione a due enti separati delle funzioni di banca centrale e di vigilanza bancaria ma che prevede per l'Ispettorato una struttura organizzativa agile e non burocratica. Ponendo il Governatore a capo dell'Ispettorato, il legislatore mantenne nondimeno un collegamento tra l'esercizio delle funzioni di banca centrale e di vigilanza e cercò di evitare che prevalesse un controllo amministrativo sull'attività bancaria orientato lungo linee meramente formali e repressive.

Trascorso un altro decennio, la legislazione del 1936 fu oggetto di approfondito dibattito in sede di Commissione economica presso il Ministero per la Costituente. In quella sede si espresse un giudizio positivo sulla legge bancaria e sugli effetti da essa prodotti, ma si avvertì per la vigilanza l'esigenza di un maggior « controllo sostanziale » da parte di un organo posto in condizioni di esercitare la propria funzione con la massima obiettività mediante il necessario riconoscimento ad esso di uno spazio di autonomia decisionale che consentisse di realizzare l'azione di controllo con criteri essenzialmente tecnici. Si ritenne che dovesse essere chiamato ad esercitare la funzione diretta di controllo del

credito l'istituto di emissione per « le esigenze di prontezza di decisione volute dall'attività creditizia ». Si affermò infatti, in quella sede, che « per attività, ordinamento e funzionamento » la Banca d'Italia si dovesse riconoscere più vicina di altri organismi alle aziende e agli istituti di credito, in relazione ai suoi quotidiani contatti con essi e alla sensibilità ai loro bisogni, e pertanto si ritenne che, ove le si fosse mantenuta una sufficiente autonomia, essa avrebbe potuto provvedere ad ogni occorrenza di vigilanza.

A tal fine si reputò che dovessero essere « devolute all'Istituto di emissione tutte le facoltà già demandate dalla legge del 1936 all'Ispettorato del credito », e si ritenne altresì che dovesse rimanere, per la Banca, la struttura organizzativa conferitale con la riforma del 1936, la quale le lasciava un'operatività che garantiva la sua capacità di interpretare i bisogni del mercato. Si riconosceva, infatti, che la sua struttura organizzativa dovesse essere difesa « per il suo carattere di medietà tra il pubblico e il privato, che la rende sensibile alle direttive del Tesoro, ma le conserva una relativa autonomia, che la pone in grado di svolgere con continuità la sua funzione di organo regolatore del mercato monetario ».

Si riaffermava in tal modo per la Banca la necessità che essa salvaguardasse il modello organizzativo ricevuto nel 1936: il modello di un ente collegato alla volontà degli organi statali, e perciò pubblico, che, agendo con poteri negoziali, è in grado di garantire la propria autonomia e, attraverso questa, la sua funzione.

Si intendeva attribuire la vigilanza sul settore creditizio ad un ente così organizzato poiché si riteneva che « nel presupposto del mantenimento dell'attuale ordinamento economico della società, lo Stato non dovrebbe proporsi di esercitare con organi propri un'attiva e diretta ingerenza nel funzionamento delle aziende di credito » e che, pertanto, l'intervento dello Stato per la manovra del credito e degli investimenti si giustifica « come azione generale di difesa della base obiettiva della moneta ».

Seguendo queste linee, si giunse nel 1947 alla definitiva soppressione dell'Ispettorato e all'attribuzione dei relativi poteri ad un ente pubblico, quale la Banca d'Italia, che fosse istituzionalmente in grado di filtrare nel sistema creditizio le concrete finalità pubbliche di tutela del risparmio e di esercizio del credito provenienti dalle autorità di governo e di svolgere un'azione regolatrice del mercato monetario e dei flussi creditizi secondo linee di produttività; essa, mantenendo la pro-

pria autonomia di gestione, avrebbe posto l'azione di vigilanza al riparo da pressioni esterne, sia politiche sia provenienti dallo stesso settore bancario. Con la legge del 1947 si affermava definitivamente quella impostazione che fu l'essenza della legge del 1936, e che si era manifestata fin dalla legislazione del 1926, in una linea di sviluppo che va da Stringher a Menichella.

L'autonomia negoziale così conferita dall'ordinamento alla Banca d'Italia attraverso l'attribuzione di poteri per lo svolgimento della funzione di banca centrale ha immediato riflesso sull'ambito e sul contenuto dei poteri amministrativi attribuiti all'Istituto in materia di vigilanza bancaria, e viceversa questi ultimi poteri accrescono i primi e li definiscono su un piano più propriamente pubblicistico. Di qui l'avvertito dovere di elaborare, con un costante impegno di riflessione e di analisi, generali parametri di riferimento che esplicitino gli indirizzi perseguiti per lo svolgimento di ambedue le funzioni.

Per quanto concerne l'attività di vigilanza questa, nel vigente quadro istituzionale, deve essere coerente con l'impostazione generale che si dà all'attività di politica monetaria, in quanto si è voluto che esse fossero tra loro collegate attraverso un unico soggetto giuridico, la Banca d'Italia, attributario della loro gestione. Il ricorso a strumenti amministrativi di controllo come i vincoli di portafoglio e i massimali di credito ha dato la misura, di recente, del legame tra politica monetaria e assetti di bilancio delle aziende di credito.

L'azione di vigilanza richiede alla Banca d'Italia uno stretto contatto con le aziende e una capacità di immedesimarsi nella vita e nelle prospettive delle stesse per apprestare efficaci interventi nel rispetto delle regole di un dovuto procedimento amministrativo.

L'elaborazione di indirizzi e criteri, in riferimento ai poteri autorizzatori dell'Istituto, è un processo aperto che si applica a materie come quella della istituzione di nuovi sportelli bancari, degli investimenti immobiliari, delle assunzioni di partecipazioni da parte delle banche al capitale di altre aziende, che vengono autorizzate solo se rientranti tra quelle indicate nelle direttive del Comitato interministeriale.

Anche per l'erogazione del credito di ultima istanza è opportuno che, nell'esercizio della propria autonomia, l'istituto di emissione si uniformi a parametri che assicurino la razionalità e la trasparenza del suo comportamento. L'azione di governo della liquidità si diffonde attraverso i cerchi concentrici di un sistema di relazioni, nel quale i

conti interbancari rappresentano lo strumento tecnico di collegamento: le aziende minori usando depositare le proprie eccedenze di liquidità presso gli istituti di categoria e le aziende maggiori, che a loro volta intrattengono analoghi rapporti con la banca centrale. Questa, considerando tale realtà, svolge le proprie operazioni di impiego soprattutto verso gli istituti che sono gestori della liquidità del sistema.

Della struttura del sistema, e di come essa si è andata evolvendo negli ultimi anni, dovrebbe tenersi conto anche nella fissazione del costo del credito di ultima istanza. Per molti anni il passaggio di fondi tra aziende di credito avveniva secondo rapporti bilaterali, spesso consolidatisi al riparo da stimoli concorrenziali; i tassi di mercato monetario erano scarsamente significativi ed il costo del rifinanziamento rimase stabile. Stimolata anche dall'ingresso sul mercato di nuovi intermediari finanziari, la ricerca di una più efficiente gestione di tesoreria ha in seguito sviluppato una concorrenza che tende a fare del tasso interbancario un indicatore delle condizioni di liquidità. In questa nuova condizione è opportuno che i tassi di intervento della banca centrale, compresi quelli ufficiali, acquistino a loro volta maggiore mobilità così da non perdere il collegamento con i tassi del mercato monetario.

* * *

A monte di questi aspetti distributivi, si pone il problema maggiore della nostra stessa partecipazione al processo della creazione di moneta.

Negli ultimi anni, il disavanzo pubblico e la spinta delle retribuzioni, insieme presi, hanno assunto in questo processo un ruolo dominante, relegando l'Istituto di emissione in una situazione che si caratterizza sia per la quasi estraneità operativa ai flussi di alimentazione della massa monetaria sia per lo scarso inserimento nel processo decisionale che mette capo alla definizione del disavanzo e della dinamica salariale.

Già nella relazione sul 1946 Luigi Einaudi aveva evocato, con l'immagine del fato, il ricorrere di condizioni che costringevano l'istituto di emissione a « crescere la circolazione o creare il caos economico. Mali amendue, ma di gran lunga peggiore il secondo ». E Guido Carli, nella relazione sul 1973, ponendosi l'interrogativo se la Banca avrebbe potuto rifiutare il finanziamento del disavanzo, rispondeva che al rifiuto sarebbero seguiti la paralisi delle istituzioni, il caos amministrativo.

Ma se in presenza di dissesto finanziario e di inflazione salariale il controllo della massa monetaria deve essere abbandonato per evitare, almeno nell'immediato, mali maggiori, da ciò si evince che l'istituto di emissione dovrà battersi per la stabilità monetaria su fronti più lontani. Dovrà cioè documentare, argomentare, ammonire prima di tutto perché le condizioni che determinano gli stati di necessità descritti da Einaudi e da Carli non abbiano a prodursi. Rivolgendosi all'opinione, alle forze politiche e sociali, avverrà che esso riesca molesto ai destinatari e procuri a se stesso l'amarezza di risposte evasive od insofferenti; ma il cercare di convincere quelle forze a non abusare del loro dominio ultimo sulla moneta è un modo di essere cui la banca centrale non può rinunciare senza tradire il suo ruolo.

In taluni paesi, la legislazione le offre una adeguata base giuridica assegnandole espressamente il compito di tutelare la stabilità monetaria. Così in Germania la legge assegna alla Bundesbank lo scopo di difendere la moneta, *die Währung zu sichern*; in Olanda la legge chiama la banca centrale a stabilizzare la moneta; in Svezia, la banca risponde direttamente al Parlamento.

Un interessante accenno in ugual senso si è avuto da noi lo scorso febbraio con la formulazione di un programma economico di governo nel quale si affermava che « una volta definito il volume di creazione di liquidità, l'istituto di emissione possa attuare i suoi programmi senza la preoccupazione di assicurare in ogni momento i mezzi necessari alla gestione di Tesoreria ».

Tuttavia i brillanti risultati conseguiti dalla Germania e dall'Olanda in termini di stabilità e di sviluppo, piuttosto che alle formulazioni legislative, debbono ascrivere a un clima di opinione che al maturarsi dell'analisi e dell'esperienza ha cessato di assegnare al disavanzo durevoli effetti espansivi, o agli aumenti nominali delle retribuzioni effetti migliorativi della condizione della classe operaia in termini di reddito reale e di occupazione. Una visione ugualmente disincantata sta facendosi luce in Inghilterra e negli Stati Uniti.

Il nostro paese soffre invece, oggi specialmente, di una obiettiva alleanza che promuove e sostiene l'inflazione, stretta tra le forze politiche e sociali: quelle che definiscono il contenuto del bilancio e quelle che definiscono il contenuto dei contratti di lavoro.

Il disavanzo dello Stato genera, pur in presenza di altissimi tassi d'interesse, un volume di liquidità che tende ad eccedere le dimensioni corrispondenti al fabbisogno totale dell'economia in una situazione che

non sia acutamente inflazionistica. Esso esercita l'effetto diretto di espandere il flusso dei redditi monetari nelle aree dell'impiego pubblico e dei trasferimenti, e quello indiretto di immettere nel circuito monetario una liquidità sufficiente a finanziare una crescita inflazionistica nei redditi da lavoro e di riflesso negli altri.

Nell'ipotesi di equilibrio del bilancio, la compatibilità tra l'espansione del flusso dei redditi monetari e la liquidità del sistema dovrebbe realizzarsi o con avanzi della bilancia dei pagamenti o con il ricorso delle banche all'istituto di emissione. Questo si troverebbe a trattare con una molteplicità di banche sollecitanti il suo credito, anziché come ora avviene con un solo richiedente che è investito delle funzioni fondamentali del vivere civile e portatore della legittimità democratica. Le resistenze opposte dall'istituto di emissione alle banche verrebbero da queste trasferite alle imprese, e si farebbero valere nel processo di formazione dei prezzi e dei redditi.

In un contesto nel quale l'estensione nazionale dei contratti di lavoro protegge la singola impresa dagli impatti specifici delle concessioni salariali; nel quale l'industria presa nel suo insieme si sente in qualche modo protetta dalla concorrenza estera per la flessibilità del cambio; nel quale l'inflazione riduce il peso del largo indebitamento delle imprese; nel quale opera un vasto ed arrendevole settore pubblico, il disavanzo dello Stato crea in termini di liquidità la condizione permissiva di fondo dell'inflazione dei redditi.

Se questa analisi è valida, il primo passo in un processo che restituisca all'istituto di emissione un maggiore spazio di manovra deve essere compiuto nella direzione del contenimento del disavanzo dello Stato; e deve trattarsi di un passo sufficientemente lungo per ricondurre la creazione di liquidità per conto dello Stato sensibilmente al disotto del flusso complessivo di liquidità compatibile con il controllo dell'inflazione. L'istituto di emissione ritroverà allora un ambito nel quale far valere in sede operativa una visione che ricollochi la stabilità monetaria nella rosa degli obiettivi.

In questo anno in cui ricorre il bicentenario di due storici messaggi di libertà, vale ricordare un principio che è parte del nostro retaggio democratico. Esso si compendia nella massima: *No taxation without representation*. Il principio è violato dall'inflazione, che pone in atto nella nostra società un meccanismo redistributivo gigantesco e interamente arbitrario. In una visione di legittimità democratica, quel principio investe l'istituto di emissione del diritto-dovere di farsi assertore

delle ragioni della difesa monetaria, soprattutto in una congiuntura inversa a quella dello scorso anno, ossia caratterizzata, com'è l'attuale, da ripresa produttiva con instabilità monetaria.

Signori Partecipanti,

dalla sua costituzione la Banca ha attraversato vicende alterne, strettamente legate a quelle del Paese, sotto il duplice profilo delle strutture patrimoniali e del controllo della massa monetaria. Sotto entrambi gli aspetti, l'anno trascorso, al pari di quelli che lo hanno immediatamente preceduto, non è stato felice.

Nel bilancio consolidato Banca d'Italia-Ufficio italiano dei cambi, la struttura dell'attivo si è venuta modificando a scapito delle attività in valuta, mentre al passivo ha preso corpo un grosso indebitamento verso l'estero. Il bene pregiato, la valuta, è dunque più scarso, od appare col segno sbagliato.

Nel controllo della massa monetaria, altre forze hanno preso il sopravvento rispetto all'influenza che possono esercitare le nostre normali operazioni d'impiego a favore delle banche, o gli avanzi, ormai lontani nel tempo, della bilancia dei pagamenti.

Di fronte a questi risultati deludenti, possiamo solo trarre conforto dalla coscienza della tensione di energie e del fervore con cui la compagine della Banca ha svolto e svolge i propri compiti nelle difficoltà dell'ora presente.

Una nuova, agguerrita generazione, attenta alle esperienze ed alle correnti di pensiero della comunità nazionale e internazionale, devota all'Istituto, e già ora largamente partecipe del processo decisionale, è pronta a svolgere con leale impegno il suo ruolo nel lungo ed aspro cammino che attende l'Italia sulla via del risanamento finanziario.