

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 1977

ANNO 1976 (LXXXIII)

CONSIDERAZIONI FINALI

### **III. - CONSIDERAZIONI FINALI**

*Signori Partecipanti,*

nell'anno decorso hanno lasciato l'Istituto il Vice Direttore Generale Antonino Occhiuto a fine giugno e il Direttore Generale Rinaldo Ossola a fine luglio. Entrambi provenivano da un gruppo di giovani assunti con selezione severa, intesa specificamente a rafforzare le strutture degli studi e della vigilanza, dopo la promulgazione della Legge bancaria e la costituzione dell'Ispettorato del credito. Di quel gruppo, alcuni hanno poi, in tempi vari, lasciato la Banca, cogliendo brillanti affermazioni nell'insegnamento universitario e nelle attività del credito.

Rinaldo Ossola ha diviso il suo servizio tra le delegazioni all'estero e gli studi, sino alla chiamata nel Direttorio avvenuta simultaneamente a quella di Occhiuto nel 1969. Questi vari momenti della sua carriera hanno come elemento unificante il contributo da lui dato al rinnovamento del sistema monetario internazionale, grazie ad una forte capacità di elaborazione concettuale e di realizzazione. Idee, che spesso da lui hanno tratto origine, sono state dibattute nelle sedi internazionali e fissate in documenti che hanno costituito tappe importanti del progresso verso la conclusione di accordi internazionali. L'espressione maggiore di questa capacità di azione al servizio della cooperazione monetaria internazionale è la stesura del rapporto del 1965, che reca il suo nome, sulla creazione dei diritti speciali di prelievo.

Antonino Occhiuto ha trascorso i primi ventun anni della sua carriera nella funzione degli studi economici, in stretta, affettuosa colleganza di lavoro con chi in questo momento ha l'onore di ricordarne l'opera. Chiaro studioso di scienze sociali, ha coltivato nelle ricerche di demografia e statistica la sua rara capacità di allargare ad orizzonti temporali lontani lo sforzo di previsione e programmazione, applicandola sul piano operativo nel seguito del suo corso in Banca, prima in funzioni di organizzazione interna (segretariato, personale, ispettorato) poi in seno al Direttorio. Attento alla rilevanza formale dei problemi ed agli aspetti giuridici, entro la cornice così definita egli sapeva ricercare e situare, con fervore d'ingegno e di impegno morale, il luogo delle soluzioni

giuste, rispettose al tempo stesso dei criteri di pubblico servizio e di imprenditorialità, e nelle quali la severità amministrativa non è disgiunta dalla partecipe comprensione dei lati umani. La sua nomina a Direttore generale onorario premia un'opera generosa, che non solo è rimasta fedele ai valori dell'Istituto ma li ha arricchiti.

Rivolgiamo il nostro cordiale augurio a questi due uomini egregi, negli alti uffici ai quali sono stati chiamati.

I vuoti apertisi nel Direttorio sono stati chiusi mediante designazioni e deliberazioni sollecite ma ponderate ad ogni appropriato livello decisionale, concluse con la nomina a Direttore generale di Mario Ercolani, e con quelle a Vice direttori generali di Carlo Ciampi e Mario Sarcinelli. Nel giro di appena un anno, ossia tra l'agosto del 1975 e quello del 1976, il Direttorio della Banca si è rinnovato per tre quarti, esclusivamente con nomine interne, ed anche nella nuova formazione è composto da persone legate tra di loro da un vincolo di reciproca fiducia e lealtà cementato da molti anni di lavoro comune.

#### **La Banca.**

Il compito di direzione della Banca si è venuto in questi ultimi anni modificando lungo linee che lo rendono al tempo stesso più impegnativo e meno gratificante.

Questo cambiamento attiene in primo luogo ad una mutata importanza relativa delle funzioni affidate alla Banca e degli strumenti con cui essa le assolve.

Per la funzione propria di banca centrale, ciò è posto in chiara luce, nelle situazioni patrimoniali della Banca d'Italia e dell'Ufficio italiano dei cambi, dal dilatarsi dei crediti verso lo Stato, dal restringersi di quelli verso il sistema bancario e dall'instaurarsi, nei rapporti con l'estero, di una posizione netta debitrice in valuta la quale dà luogo a perdite patrimoniali di cui dirò in seguito. L'azione di governo della moneta da parte della Banca è in tal modo venuta decadendo, nel senso che si è ridotto il suo inserimento effettivo nel processo decisionale che mette capo alla creazione di base monetaria. Nello schema che ho proposto lo scorso anno in questa sede, e che è ancora attuale, la creazione di moneta è sollecitata dal disavanzo del settore pubblico e la sua fissazione nel sistema avviene ad opera della scala mobile e dei contratti di lavoro: la manovra elastica della massa monetaria, in par-

tiolare attraverso gli sconti e le anticipazioni, è quasi cessata, e attende che una più severa politica di bilancio e dei redditi le ridia spazio. Per contro, si è venuta accrescendo l'azione che la Banca svolge come organo di polizia del credito, perché la nostra società, all'assottigliarsi della formazione del capitale, ha reagito intensificando gli interventi sul sistema degli intermediari finanziari piuttosto che migliorando le condizioni di formazione e di investimento del risparmio.

Il cambiamento attiene, in secondo luogo, alla Banca come comunità di lavoro. L'accentuarsi, nelle relazioni con l'ambiente economico, del momento della costrizione e il concentrarsi della creazione monetaria in poche decisioni, inevitabile quando questa avviene in contropartita di un unico debitore pubblico piuttosto che di una moltitudine di debitori privati, diradano il legame con i punti vivi della produzione e dell'investimento.

Il compito di amministrare e dirigere l'Istituto è reso più impegnativo anche dalle discontinuità e dalle tensioni che si creano nella gestione della nostra non meno che delle altre aziende per effetto della rapidità con cui mutano i valori sociali e si susseguono interventi legislativi a volte orientati in direzioni opposte, ed atti a creare in chiunque sia chiamato a prendere decisioni il senso di una indeterminatezza delle regole del gioco; ne derivano comportamenti cui mancano sufficiente spazio di riflessione e un quadro certo di riferimento. Per fare due esempi, la diffusione di titoli di studio sovente concessi con facilità mal si concilia con le esigenze di una appropriata selezione dei candidati all'impiego. Così ancora gli interventi legislativi, avvenuti o temuti, che hanno sollecitato in modo abnorme il ricambio del personale, specie nei gradi superiori, creano la necessità di adattamenti interni che, quando siano spinti oltre il ritmo compatibile con un'ordinata evoluzione, causano la distruzione di beni immateriali.

L'azione amministrativa poggia sulle strutture e l'Istituto non si dissimula la necessità di affinamenti nella propria organizzazione. Nel periodo più recente l'opera di revisione di norme e di prassi si è tra l'altro realizzata nella formale istituzione di un coordinamento tra le aree variamente competenti al perseguimento delle finalità della Banca e, all'interno dei Servizi, nell'attribuzione ai dirigenti intermedi di compiti collegiali consultivi e di specifiche funzioni per il coordinamento degli uffici. Nella stessa linea si opera per la politica degli organici e dell'addestramento, nel difficile momento di quasi totale ricambio di generazioni.

Intenta a mantenere i valori di professionalità del suo personale, la Banca ha introdotto ulteriori modifiche nel proprio ordinamento per consentire a tutti i meritevoli, quale che sia la carriera di appartenenza

iniziale, di competere per il raggiungimento di posizioni migliori; ma non ritiene di potere, senza ledere gli interessi del Paese e quelli dello stesso personale, rinunciare al principio della distinzione nell'attribuire ai piú idonei determinati compiti e connesse responsabilità, in una linea evolutiva che non deve portare alla lacerazione delle strutture.

Il richiamo a queste esigenze appare piú essenziale in una fase in cui il moto veloce e disordinato col quale si viene chiudendo il ventaglio dei redditi di lavoro dipendente, il malessere sociale, l'attenuato rilievo di alcune qualificanti funzioni d'istituto possono incidere sensibilmente sullo slancio di coloro che sono chiamati a compiti piú ingrati e piú onerosi in termini di carico di lavoro e di esercizio di responsabilità. L'apprezzamento verso il personale che con noi collabora costituisce anche invito a non abdicare agli oneri di un sensibile impegno civile.

La Banca affronta i problemi che la realtà le propone con una apertura ed un impegno conoscitivo dei quali offrono testimonianza il costante rapporto con interlocutori del mondo politico, amministrativo e scientifico, e l'ampio dibattito che precede anche all'interno l'adozione delle decisioni. Questa stessa adunanza è ormai una soltanto delle occasioni in cui la direzione dell'Istituto è chiamata a dar conto della sua azione globalmente o per singoli aspetti: e ciò nelle sedi governative, parlamentari e internazionali. E' però quella in cui essa può contare su una maggiore comunanza di esperienze, e quindi forse di sentire, con chi deve giudicarla.

### **L'economia internazionale.**

Nell'ambito dei principali paesi industriali, l'evoluzione economica è stata caratterizzata nel corso del 1976 dalla prosecuzione della ripresa produttiva e dal rallentamento dell'inflazione che erano già in atto al suo inizio.

Nella media dell'anno, i tassi d'incremento del prodotto nazionale lordo in termini reali si sono addensati intorno al 5-6 per cento; ha fatto eccezione il Regno Unito, dove l'aumento è stato inferiore all'1 per cento. L'occupazione è generalmente salita, senza peraltro comportare un sostanziale riassorbimento della disoccupazione.

Gli aumenti della domanda per consumi privati si sono collocati fra il 3 e il 6 per cento e la ripresa della domanda per investimenti fissi è proseguita generalmente a ritmo contenuto. Premute dalla spinta ascendente dei costi, le imprese hanno effettuato investimenti di razio-

nalizzazione, in cui è predominato il processo di sostituzione di macchinari alla manodopera.

Pur in presenza di un rafforzamento delle strutture finanziarie delle imprese, conseguente ad un recupero dei margini di profitto e all'aumento delle emissioni azionarie, l'attività d'investimento non ha avuto slancio sufficiente a promuovere nella misura necessaria la riallocazione delle risorse imposta ai paesi industriali dal mutamento dei prezzi relativi fra le materie prime e i prodotti finiti. I motivi di questo torpore degli investimenti sembrano doversi ricercare nei livelli di capacità non occupata e nell'incertezza sull'evoluzione della domanda e dei prezzi assoluti e relativi, dovuta all'accresciuta instabilità dell'economia mondiale; per gli investimenti all'estero, nella fluttuazione dei cambi. Dove i disavanzi ingenti dei bilanci pubblici hanno ostacolato una lotta efficace all'inflazione, l'attività d'investimento è stata anche trattenuta dall'instabilità del quadro monetario, talora dello stesso quadro politico, e dall'assorbimento di risorse finanziarie nella copertura di quei disavanzi. Nei paesi in cui le politiche di restrizione monetaria e di bilancio sono riuscite ad ottenere un sensibile rallentamento dell'inflazione e a mantenere o accentuare la posizione di forza nei pagamenti esteri, hanno concorso a frenare la domanda d'investimento l'aumento del costo reale dei finanziamenti e il contenimento della domanda interna. Gli oneri elevati che questi paesi hanno sopportato nella fase di transizione verso condizioni di sviluppo non inflazionistico sono posti in evidenza dal fatto che tra il 1973 e il 1976 l'occupazione nell'industria manifatturiera è diminuita di quasi il 6 per cento negli Stati Uniti, dell'8 per cento in Giappone e dell'11 per cento nella Germania federale. La carenza, che dura da almeno un triennio, dell'attività d'investimento intesa ad ampliare le capacità produttive, spiega in parte le difficoltà che si incontrano nell'assorbire la disoccupazione. Nell'area OCSE questa sfiora i 16 milioni di unità, costituite per più del 40 per cento da persone al di sotto dei 25 anni.

La diffusa esperienza recente, di coesistenza fra l'inflazione e il ristagno, ha ridato dovunque spicco alla lotta contro l'inflazione tra gli obiettivi di politica economica; ma la diversità nell'energia usata e nelle resistenze incontrate ha reso il successo assai ineguale da paese a paese. Per quelli industriali, il tasso medio d'aumento dei prezzi al consumo è diminuito per il secondo anno di seguito, essendosi ragguagliato all'8 per cento, a fronte dell'11 e del 13 per cento nel 1975 e nel 1974, rispettivamente. Ma attorno al dato medio si è avuta una forte dispersione, con la Svizzera e la Germania federale al limite inferiore (1,7 e 4,6 per cento) e l'Italia e il Regno Unito nella posizione opposta (17 per

cento). D'altra parte, disuguale è la misura nella quale le singole economie, variamente caratterizzate sul piano della dotazione dei fattori e delle strutture produttive, sono state colpite dalla crisi di compatibilità fra le risorse prodotte e le richieste di reddito provenienti dall'interno ad opera dei gruppi sociali organizzati e, dall'estero, come effetto del peggioramento delle ragioni di scambio.

Nei paesi che hanno privilegiato il conseguimento della stabilità, il profilo congiunturale mostra un rallentamento graduale del ritmo di aumento dei prezzi e suggerisce l'esistenza di condizioni di fondo grazie alle quali le politiche di restrizione dell'espansione degli aggregati monetari hanno condotto ad una revisione verso il basso delle aspettative inflazionistiche e a comportamenti coerenti con la loro realizzazione.

Negli altri paesi, tra cui l'Italia, il profilo dei prezzi in corso d'anno mostra, invece, un rovesciamento di tendenza rispetto al rallentamento che si era delineato nel 1975. La politica di restrizione degli aggregati monetari tende a scontrarsi con rigidità le quali impediscono nel settore pubblico ed in quello privato la riallocazione delle risorse fra i vari usi, e quindi ritardano il processo che attraverso l'investimento produttivo mette capo all'aggiustamento esterno.

In alcuni paesi l'aggiustamento si è rivelato particolarmente faticoso anche perché non è stato possibile controllare la dinamica salariale in guisa coerente con un rapporto tra costi unitari e prezzi che, tenuto conto del peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi del petrolio, fosse in grado di approssimare il sistema economico alla sua linea di sviluppo potenziale. Allorché sono operanti meccanismi di indicizzazione formale o di fatto delle retribuzioni e fattori di rigidità nell'impiego, le politiche di restrizione degli aggregati monetari non riescono a conseguire effetti incisivi sul processo inflazionistico, scaricando invece il loro peso sul reddito reale e, in particolare, sugli investimenti.

Il quadro monetario ha influenzato nei singoli paesi il ciclo delle scorte, che è venuto accrescendo il suo peso nelle fluttuazioni dell'attività economica. Mentre nei paesi industriali più decisamente avviati verso il ripristino della stabilità monetaria l'influenza dominante su questa componente della domanda è rimasta quella esercitata dalle variazioni nell'attività produttiva, negli altri paesi una componente speculativa importante ne ha accentuato l'instabilità. In Italia, la domanda di scorte ha contribuito per oltre la metà all'aumento del prodotto nazionale lordo nel primo semestre del 1976; nel secondo, la partecipazione è stata nulla.

In economie di trasformazione fortemente integrate nella rete dei rapporti commerciali e finanziari mondiali, le impennate della domanda di scorte producono un subitaneo gonfiamento delle importazioni; per un sia pur breve lasso di tempo, il livello delle importazioni può spingersi molto al di là di quanto occorre ad alimentare con ritmo regolare il processo produttivo. La successiva correzione serve a ristabilire il quadro generale delle variabili reali dell'economia, ma non a cancellare le deformazioni apportate al quadro monetario: nel caso frequente in cui non intervengano movimenti stabilizzanti di capitali o nell'altro in cui vi sia difetto di riserve valutarie e quindi di interventi sul mercato dei cambi, il gonfiamento patologico delle importazioni si tradurrà nel deprezzamento del tasso di cambio.

Le persistenti difficoltà di bilancia dei pagamenti e le influenze destabilizzanti sugli scambi esteri non hanno impedito nello scorso anno una forte ripresa del commercio internazionale: con un incremento dell' 11 per cento, esso ha più che recuperato il declino subito nell'anno precedente ed ha di nuovo conferito alla domanda estera una funzione propulsiva dell'attività economica sia nei paesi industriali, sia in quelli produttori primari.

Le variazioni nei saldi delle partite correnti delle principali aree mondiali nello scorso triennio manifestano l'azione di una forte componente ciclica. Il disavanzo corrente dei paesi dell'OCSE, che si era ridotto da 33 a 6 miliardi di dollari fra il 1974 e il 1975, è risalito, in concomitanza con la ripresa dell'attività economica, a 24 miliardi nel 1976. Contemporaneamente, l'avanzo dei paesi dell'OPEC, che si era dimezzato nella recessione del 1975, scendendo da 60 miliardi a 32, è risalito a 46 miliardi. La caduta dell'attività produttiva del 1975 aveva allargato il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio da 21 a 32 miliardi; la successiva espansione nei paesi industriali, insieme con misure specifiche volte a contenere le importazioni, lo ha ricondotto a 24 nel 1976.

L'evoluzione recente delle bilance dei pagamenti mostra che il riassorbimento del disavanzo petrolifero procede con lentezza maggiore del previsto. Le stime originariamente effettuate sulla sua durata ed ampiezza sono state recentemente rivedute in aumento a seguito del più lento progresso registrato dai paesi importatori nello sviluppare fonti alternative e risparmi di energia, e da quelli esportatori nell'assorbire l'avanzo corrente. Se l'eccedenza dell'area OPEC non potrà essere riassorbita che verso la metà degli anni ottanta, il problema del suo regolamento e quello dell'indebitamento dei paesi importatori, che ne costituisce l'altra faccia, possono assumere una dimensione cri-

tica specie se non si riuscirà ad ottenere, fra questi ultimi, una più soddisfacente distribuzione dei saldi delle partite correnti. A questo fine occorre che i paesi industriali eccedentari — quali il Giappone, la Germania federale, i Paesi Bassi e la Svizzera, che nel triennio hanno accumulato avanzi di partite correnti pari a 28 miliardi di dollari — pongano in atto politiche economiche volte a ridurre i loro avanzi. Questa riduzione deve essere ricercata ad un livello elevato di scambi che consenta ai paesi in via di sviluppo e ai paesi industriali con posizione di pagamenti debole di mantenere ampio il volume delle proprie esportazioni e quindi di alimentare lo sviluppo del reddito con un adeguato flusso di importazioni.

Nei tre anni seguiti al rincaro del petrolio, il finanziamento dei saldi delle partite correnti è avvenuto principalmente nelle forme a breve termine, con l'intermediazione del sistema bancario internazionale e, in particolare, delle banche americane, favorita dalla preferenza spiccata che i paesi esportatori di petrolio hanno mostrato verso investimenti a breve e a medio termine. Ne è seguito uno sviluppo senza precedenti del volume dei crediti bancari internazionali: nell'ultimo trimestre dello scorso anno il volume lordo dei prestiti effettuati a non residenti dalle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera è aumentato di 40 miliardi di dollari, dai 433 in essere a fine settembre; nei primi mesi del corrente anno la tendenza espansiva si è ulteriormente accentuata.

La nuova prospettiva di disavanzi strutturali che potrebbero persistere per ancora un decennio sottolinea l'urgenza di riesaminare l'impostazione finora prevalsa nel processo di finanziamento. Il debito estero dei paesi in via di sviluppo non petroliferi ammontava a 180 miliardi di dollari a fine 1976; quello di molti paesi industriali ha toccato, o si avvia a toccare, punte senza precedenti.

Il disavanzo petrolifero viene finanziato principalmente con il ricorso al credito internazionale da parte del settore pubblico e delle imprese dei paesi deficitari. Sensibili al pericolo di un eccessivo sviluppo della massa dei crediti internazionali concessi dalle banche, e delle crisi di fiducia che potrebbero derivarne, le autorità monetarie dei paesi cui appartengono le banche creditrici hanno in recenti occasioni sottolineato a queste l'opportunità di applicare maggiore cautela nei rapporti con i paesi in disavanzo strutturale.

Occorre, quindi, che nei flussi internazionali di credito venga ribaltato il rapporto ora esistente fra le componenti private e quelle ufficiali e fra gli strumenti a breve termine e quelli a lungo: i due aspetti essendo complementari.

Nel corso dell'intenso negoziato internazionale, che si è aperto negli ultimi mesi del 1976, si è gradualmente sviluppato un consenso sull'opportunità di far partecipare maggiormente il Fondo monetario internazionale al finanziamento dei disavanzi. A tale scopo è necessario regolare la misura del ricorso alle risorse amministrare dal Fondo in guisa più flessibile di quanto sia consentito dalle regole basate sulle quote e, inoltre, accrescere le risorse alle quali il Fondo stesso può avere accesso.

Il consenso è stato raggiunto anche sul punto che la liquidità somministrata per il tramite del Fondo debba essere principalmente del tipo condizionale, cioè subordinata alla formulazione e alla realizzazione di programmi di riaggiustamento interno, che conducano al graduale riassorbimento del disavanzo petrolifero, eliminino le altre cause dei disavanzi correnti e rendano in tal modo superfluo il ricorso a provvedimenti amministrativi restrittivi degli scambi e dei pagamenti. L'accrescimento delle risorse è parte di un programma inteso ad assegnare al Fondo posizione preminente nel giudizio sull'affidabilità di credito dei paesi deficitari. Questo potenziamento del ruolo del Fondo avviene in una situazione in cui accanto al pericolo dell'eccessivo indebitamento sussiste il rischio opposto, non valutabile secondo i tradizionali canoni del mercato, che un tentativo generalizzato di assorbire rapidamente il disavanzo petrolifero causi un'implosione dell'attività economica mondiale.

Su questi punti si è raggiunto un accordo di principio alla riunione del Comitato interinale svoltasi un mese fa: essi fanno parte di una concezione d'insieme, alla quale si è associata la Comunità economica europea che dovrà sviluppare, al proprio interno, schemi d'intermediazione finanziaria a lungo termine.

Nella riunione del Comitato interinale sono state anche raggiunte intese circa i principi e le procedure che il Fondo osserverà nel vigilare sulle politiche dei tassi di cambio seguite dai paesi membri. Anche se dai recenti dibattiti la presunzione favorevole a realizzare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti mediante aggiustamenti di cambio è uscita indebolita, ad essa si deve se non si è provveduto finora a compensare, con congrui flussi di liquidità internazionale ufficiale, la concentrazione di quella esistente presso pochi paesi strutturalmente eccedentari e la minore liquidità dell'oro, il quale figura nei bilanci delle banche centrali anche di molti paesi deficitari.

Le esperienze vissute di recente in vari paesi, e più specialmente nel nostro, portano a concludere che il ruolo importante assegnato nell'attuale contesto internazionale alla flessibilità dei tassi di cambio dovrà evitare la conseguenza aberrante di consolidare nel sistema dei prezzi le

oscillazioni di breve periodo, dovute a fattori speculativi e stagionali. In assenza di interventi stabilizzatori il tasso di breve periodo non esprimerebbe necessariamente il cambio compatibile con il desiderato assetto della bilancia dei pagamenti nel medio periodo. Le discrepanze fra i due valori sono dovute alla velocità con cui reagiscono i movimenti internazionali di fondi, a confronto della relativa lentezza del processo di aggiustamento delle partite correnti, cioè dei mercati dei beni e dei servizi; negli stessi movimenti di fondi hanno spesso il sopravvento quelli di natura destabilizzante, sollecitati dal gioco delle aspettative: quando la scarsità di riserve non permette di neutralizzarli, le oscillazioni del tasso di cambio ne risultano ulteriormente amplificate.

Ai cicli delle scorte e ai movimenti destabilizzanti di fondi occorre aggiungere, per alcuni paesi, la elevata indicizzazione dei redditi da lavoro come fattore che, interagendo con i precedenti, limita l'efficacia di un'impostazione del problema dell'aggiustamento esterno fondata essenzialmente sulle variazioni del cambio. I prezzi interni reagiscono al deprezzamento del cambio con rapidità tanto maggiore quanto più alto è il rapporto delle importazioni al reddito e, facendo salire l'indice al quale sono agganciate le retribuzioni, innescano la spirale prezzi-salari; il mantenimento del potere d'acquisto interno che ne risulta blocca il trasferimento di risorse all'esportazione. Nel periodo lungo, la regola che l'evoluzione del tasso di cambio rispecchia le variazioni nella parità di potere d'acquisto rispetto alle altre monete risulterà confermata, ma per il fatto che l'eccessivo deprezzamento avrà deviato, con la linea di tendenza del tasso di cambio, anche quella dei prezzi e dei costi.

Una gestione del tasso di cambio che eviti questa concatenazione di effetti presuppone una disponibilità di riserve adeguata a renderla praticabile e credibile. Quando questa condizione non sussiste, le autorità monetarie si trovano di fronte al duro dilemma di dover accettare una più alta misura di instabilità o di dovere ricorrere a provvedimenti restrittivi dei rapporti monetari e commerciali con l'estero; dilemma che esse spesso hanno risolto accettando sacrifici nell'una e nell'altra direzione, nel rapporto ritenuto più atto a ridurre il danno per l'economia e le reazioni della comunità internazionale.

## **Il cambio.**

Nel tempo, il risultato delle azioni e degli indirizzi che si vengono concretando nelle sedi internazionali potrà addurre alla costituzione di un sistema più articolato e stabile di finanziamenti, atto ad offrire

migliore copertura degli squilibri che insorgono nei pagamenti internazionali, sicché il compito di mantenere liberi gli scambi con l'estero si distribuisca meglio tra finanziamento e aggiustamento. Nel tempo, talune cause che attivano la spirale svalutazione-inflazione potranno essere rimosse, ed è sommamente auspicabile che questo avvenga. Ma nelle condizioni attuali il vincolo della bilancia dei pagamenti serra duramente la nostra economia e costringe a frenare, sin quasi a spegnerlo, qualsiasi slancio espansivo della domanda interna.

Di ciò ha offerto nuova esperienza lo scorso anno durante il quale si sono susseguite tre crisi valutarie.

Della prima, che prese corpo, in modo tanto improvviso quanto virulento, nel gennaio, e che condusse alla sospensione di ogni intervento sul mercato dei cambi per 40 giorni, si riferì ampiamente nella scorsa Relazione, nell'intento di ritrovarne le cause antiche e recenti e di illustrare i provvedimenti che vennero presi per fronteggiarla. In assenza di un valido programma di risanamento, quei provvedimenti si rivelarono ben presto semplici misure di tamponamento cosicché, nel perdurare delle incertezze politiche culminate con lo scioglimento delle Camere, le sottostanti tensioni, aggravate dai processi di autoalimentazione tipici di queste situazioni, presero a riemergere, portando, nei primi giorni di maggio, le quotazioni della lira ai livelli più bassi dell'anno.

Fu giocoforza introdurre nuove restrizioni valutarie, atte a ridurre i margini di manovre speculative ed istituire un deposito infruttifero in lire, di durata trimestrale, pari al 50 per cento degli acquisti di valuta, il quale, oltre a comportare un costo aggiuntivo, richiedeva anche uno sforzo addizionale di finanziamento, particolarmente gravoso in periodi di politica monetaria restrittiva. Lo sbarramento protettivo così eretto, seguito anche dal rinnovo del vincolo di portafoglio delle banche, insieme con il favore della mutata stagionalità e con il superamento della fase più acuta di incertezza politica, contribuì a modificare il clima del mercato e a riportare, alla fine dello stesso maggio, la lira sui livelli di due mesi prima.

Il periodo di distensione del cambio si prolungava fin verso la metà di agosto; dopo di allora il rovesciamento della stagionalità, i riflessi di eventi valutarî esterni, quali la debolezza della sterlina e il rafforzamento delle monete del « serpente », l'assenza di coordinate misure di risanamento provocarono una nuova crisi che impose, a fine settembre, restrizioni valutarie e monetarie ancora più severe, a protezione del cambio. Le riserve si rivelarono ancora una volta di misura troppo

modesta per sopportare i riflessi di una persistente situazione di squilibrio nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti e le improvvise accensioni del mercato dei cambi causate anche da fattori extra-economici.

Mentre si metteva a punto un importante programma di contenimento della domanda interna, si ponevano in atto nuove difese con l'aumento di tre punti nel tasso ufficiale di sconto e con l'istituzione, per due settimane, di un « diritto speciale » del 10 per cento sugli acquisti di valuta e sui pagamenti verso l'estero. Contemporaneamente si prorogava per breve tempo il « deposito previo », programmandone la graduale smobilitazione secondo tempi correlati alla presumibile progressiva incidenza delle misure dirette alla riduzione della domanda interna.

Il diritto speciale riusciva nell'intento di far cadere bruscamente la richiesta di valuta, ponendo il mercato in una sorta di stato di ibernazione; durante la pausa concessa dalla presenza del diritto veniva adottata un'altra serie di misure restrittive d'ordine valutario e soprattutto si introduceva un massimale all'espansione degli impieghi bancari.

La domanda di valuta, temporaneamente compressa, riappariva con violenza al termine di validità del diritto speciale, assorbendo la scorta accumulata nel frattempo, e il diritto veniva ripristinato, con aliquota ridotta al 7 per cento ma esteso ad un periodo di quattro mesi. La misura dava luogo ad un'inversione di tendenza del tasso di cambio, che si stabilizzava intorno a 865 lire per dollaro e poneva altresì il mercato italiano al riparo dalle perturbazioni nascenti dalle difficoltà incontrate dal franco francese e dalla sterlina, e da un generale aggiustamento delle parità all'interno del serpente.

Positivi effetti continuavano a manifestarsi nei mesi di novembre e di dicembre, nel corso dei quali la stabilità della lira era anche assicurata da altri fattori. Tra questi sono da annoverare i rientri di capitali provocati dalla legge sugli illeciti valutari, la quale produceva anche l'effetto di frenare nuove esportazioni illegali di capitali, in tutte le loro forme; i crediti commerciali esteri concessi agli importatori italiani, i quali, evidentemente, giudicavano il vantaggio certo del minor costo del credito superiore al probabile deprezzamento del cambio; il crescente indebitamento netto delle banche italiane, sollecitato dai maggiori finanziamenti in valuta richiesti sia dagli esportatori, costretti a versare il 50 per cento dei pagamenti posticipati concessi, sia dagli importatori, tenuti a finanziare in divisa i loro pagamenti anticipati, e in generale da operatori con l'estero costretti a ripiegare sui debiti in valuta dalla limitata offerta di credito in lire consentita dal

massimale. Questi fattori neutralizzavano ampiamente la conseguenza sul movimento valutario del disavanzo delle partite correnti.

Le migliorate condizioni del cambio e le sollecitazioni provenienti dalle istituzioni internazionali inducevano ad approntare un piano di eliminazione del diritto speciale del 7 per cento che, dopo l'esperienza dell'ottobre, si decideva di attuare con gradualità, e che si affiancava a quello già operante per il deposito previo.

Fino a tutto lo scorso gennaio, le tappe previste dallo schema di abbattimento dei due vincoli si susseguivano senza creare particolari turbamenti al mercato, tranne qualche sussulto in occasione dei mutamenti quantitativamente più importanti; così, il costo effettivo del dollaro, inclusi gli oneri provenienti dal deposito e dal diritto speciale, che aveva raggiunto un massimo di 947 lire nella prima settimana di novembre, scendeva a fine gennaio a 902. Solo la scadenza del 18 febbraio, con la quale giungeva a termine l'applicazione del diritto speciale, recava con sé un'accensione notevole della domanda di valuta, la quale indicava che gli operatori avevano fatto largo riferimento a quella data nel determinare il periodo di validità dei crediti commerciali, specie prima di aver conosciuto lo schema di abbattimento graduale del diritto speciale. Ma le analisi compiute sui dati del movimento valutario e commerciale e le informazioni raccolte ci avevano resi persuasi, ancor prima di questa conferma data dal mercato, che le larghe acquisizioni nette di valuta avutesi dall'ultima settimana di ottobre alla metà di gennaio dovevano ascrivere a un massiccio spostamento a nostro vantaggio dei termini di pagamento, favorito dal deposito previo e dal diritto speciale, e che al venir meno di queste cause si sarebbe necessariamente prodotto un movimento di opposto senso. Coerente con questa analisi è stato il rilevante intervento in vendita di valuta attuato dopo il 18 febbraio; esso è valso a mantenere stabile il corso del dollaro intorno a 885 lire e quindi a ridurre ulteriormente il costo effettivo per l'importatore anche in questa fase che, pur avendo seguito un corso accidentato per l'influenza negativa di gravi turbamenti dell'ordine pubblico intervenuti verso la metà di marzo, si è ugualmente esaurita nel giro di alcune settimane.

Nella terza decade di marzo, la situazione del mercato riprendeva a migliorare; neppure la definitiva abolizione del deposito previo a metà aprile, che riunificava prezzo e costo del cambio per l'acquirente di valuta, provocava turbamenti di rilievo nel movimento valutario, che ha continuato sino ad oggi a chiudersi con ampi afflussi di divisa. Al tempo stesso, lo sconto della lira a termine si è ridotto a proporzioni più coerenti col differenziale dei tassi d'interesse, e quello sul mercato parallelo è scomparso.

L'impatto esercitato sulle riserve dal disavanzo corrente e dall'inversione nei termini di pagamento è stato smorzato dal continuo accrescimento del debito bancario verso l'estero che in parte è andato a sostituirsi ai debiti commerciali venuti a scadenza. Nel suo importo netto, questo equivaleva a fine 1976 alle riserve liquide in valuta disponibili, pari a circa 3 miliardi di dollari; alla fine dello scorso aprile esso eccedeva di 2,2 miliardi di dollari la consistenza delle riserve. Il senso di precarietà che il confronto tra i due dati sembra suggerire si attenua quando si rifletta che il fabbisogno di finanziamenti in valuta degli operatori residenti è reso rigido dal permanere degli obblighi imposti agli importatori e agli esportatori, nonché dalla politica monetaria restrittiva seguita all'interno; tuttavia, affinché la posizione debitoria delle banche verso l'estero non subisca improvvise riduzioni, con negative conseguenze sulle riserve, occorre che le politiche interne siano tali da mantenere al nostro Paese un sufficiente grado di credibilità internazionale.

Nel corso del 1976 è stata anche seguita un'elastica politica di prestiti esteri, diretta, nel primo semestre, a proteggere il livello delle riserve ufficiali e, nel secondo, a rispettare gli obblighi di rimborso assunti nell'anno e in precedenza. Così, al prestito della CEE di circa un miliardo di dollari di marzo e di aprile, il cui parziale prefinanziamento era stato assicurato da tiraggi sulla linea di credito reciproco con la Riserva federale, e al ricupero in marzo di 500 milioni di dollari dalla Bundesbank sul deposito incrociato oro-dollari, sono seguite nella seconda parte dell'anno le restituzioni degli importi ricevuti dalla Riserva federale e dalla Bundesbank nonché il rimborso al Regno Unito dell'importo di 486 milioni di dollari da esso sottoscritto, a breve, nel quadro del sostegno a medio termine della CEE. Tale rimborso è stato seguito nell'aprile scorso dalla concessione di un prestito di pari importo da parte della CEE; nello stesso mese si è anche conclusa favorevolmente la trattativa con il Fondo monetario internazionale per una linea di credito di 450 milioni di DSP.

Un confine alle nostre possibilità di ricorso a prestiti esteri è posto anche dall'aggravarsi, ad ogni svalutazione, del peso con il quale i prestiti contratti in passato incidono sul bilancio delle istituzioni monetarie, e dalla volatilità dell'indebitamento bancario a breve termine. Le perdite di cambio sulle passività verso l'estero a medio e a lungo termine accertate nell'esercizio 1976 e quelle che matureranno sui prestiti da rimborsare dal 1977 al 1985, stimate ai cambi di fine 1976, si approssimano a tremila miliardi di lire. Per il 1976 la Banca ha fatto luogo

ad aumenti del fondo di dotazione dell'UIC da 100 milioni a 500 miliardi di lire, resi necessari per equilibrare le perdite già maturate. Per fronteggiare quelle ulteriori è essenziale che la Banca possa valersi dei profitti della rivalutazione dell'oro, la quale ha consentito di iscrivere, nel bilancio dello scorso anno, un fondo di duemila miliardi per la copertura di perdite di cambio derivanti dalla gestione valutaria.

L'interazione esistente tra tasso di cambio e tasso d'inflazione si manifesta nel nostro Paese secondo tempi molto rapidi, a causa dell'elevato volume di rapporti con l'estero e dell'alto grado di indicizzazione dei redditi monetari; in queste condizioni è da ritenere che, sotto la spinta di aspettative orientate in senso eccessivamente negativo, la correzione del cambio abbia in qualche momento oltrepassato il segno, e solo successivamente, nel processo di continua rincorsa tra i due termini, il rapido adeguamento dei prezzi abbia pienamente reso valido il nuovo livello del cambio.

Contro il gioco delle aspettative, l'infittimento dei controlli ha offerto uno stretto spazio di riparo; ma esso, oltre a ridurre la possibilità di scelte aperte agli operatori anche per legittimi fini commerciali, comporta un oneroso accrescimento degli adempimenti ai tre livelli: degli operatori stessi, della gestione cambi delle banche, dell'attività di autorizzazione e controllo demandata all'Ufficio italiano dei cambi. Lo strumentario di questi interventi sembra ormai esaurito; il ripristino di quelli cessati è inibito dalla comunità internazionale; la persistenza di quelli in atto è onerosa.

Sul finire dello scorso anno, il problema dell'aggiustamento esterno è stato nuovamente affrontato dal lato della regolazione della domanda interna. Anche questa azione, se non è accompagnata dal controllo della dinamica dei redditi e da una più efficiente allocazione delle risorse, si compie a prezzo di un maggior sacrificio della capacità di produzione del Paese e delle possibilità di occupazione nel presente e nel futuro; e se l'occupazione viene mantenuta al di sopra delle necessità della produzione, la caduta della produttività vanifica in parte gli effetti della regolazione della domanda. Le terapie atte ad impedire il riprodursi di situazioni di emergenza devono quindi volgersi alla radice dei mali.

Gli interventi sul mercato delle valute, che hanno evitato brusche oscillazioni del cambio pur in presenza di numerosi fattori destabilizzanti, sono stati ampi in entrambi i sensi, offrendo la riprova della necessità, per un paese altamente integrato negli scambi internazionali, di un volume di riserve valutarie atto ad evitare accensioni del cambio

di natura non reversibile. Essi sono stati limitati al mercato a pronti. Il mercato a termine è in Italia di dimensione ridotta rispetto al pronti e il processo di formazione delle aspettative che su di esso si determina è di diretta derivazione dal mercato del contante. Allo scopo di regolare il mercato a termine è stato manovrato in senso riduttivo il massimale entro il quale le banche devono contenere gli impegni a ricevere o consegnare lire future, rendendo in tal modo più costoso l'acquisto di valuta a termine; è stato altresì disposto che l'utilizzo del massimale dovesse avvenire solo in contropartita con residenti. In tale situazione l'assorbimento di domanda di valuta a termine da parte della Banca d'Italia avrebbe ricreato spazio operativo all'interno del massimale imposto alle banche, l'utilizzo del quale avrebbe prodotto un indebolimento del cambio a pronti, dovendo le banche, al fine di pareggiare la posizione in valuta, procedere a corrispondenti acquisti sul pronti.

### **La congiuntura.**

Sulla spinta di uno sviluppo del commercio mondiale superiore alle previsioni e delle politiche di rilancio attuate nella seconda parte del 1975, la nostra economia ha presentato lo scorso anno un andamento espansivo in un clima inflazionistico che ha favorito la diffusione della crescita ma ne ha messo in evidenza la precarietà e i limiti.

L'inversione del ciclo era avvenuta nell'autunno del 1975, ma con l'avvio della ripresa erano subito riemersi gli squilibri di fondo; la bilancia dei pagamenti correnti tornava in disavanzo. I prezzi, non più frenati dalla depressione della domanda e dalla stabilità del cambio, salivano rapidamente ad un tasso che nel quadrimestre febbraio-maggio è stato pari, in ragione annua, al 56 per cento all'ingrosso e al 30 per cento al consumo.

Nel primo semestre le esportazioni in quantità segnavano modesti incrementi. Le misure prese per far fronte alla crisi valutaria, le aspettative pessimistiche da essa provocate e il drenaggio operato sul reddito disponibile dal nuovo regime di pagamento delle imposte dirette frenavano la domanda interna per consumi e per investimenti fissi. La produzione industriale continuava a crescere sostenuta dall'accumulazione di scorte di prodotti finiti. Le importazioni in quantità rallentavano il ritmo di incremento nel primo trimestre e diminuivano nel secondo. Tuttavia il peggioramento delle ragioni di scambio, connesso

con la svalutazione della lira e con l'aumento sui mercati internazionali dei prezzi delle materie prime rispetto a quelli dei manufatti, dava luogo ad un crescente aggravamento del disavanzo commerciale che nel secondo trimestre, escludendo la componente stagionale, raggiungeva i 1.200 miliardi di lire.

Il riaccendersi della spirale cambio-prezzi, in un momento in cui la ripresa era da poco iniziata ed era ancora incombente il pericolo di un aumento della disoccupazione, rendeva arduo il compito della politica di stabilizzazione. Nella prima parte dell'anno questo compito è stato svolto prevalentemente dalla politica monetaria. Adeguando il costo del credito alle aspettative inflazionistiche si scoraggiavano gli impieghi speculativi all'interno e all'estero.

Sul finire del primo semestre le previsioni erano dominate dalle misure restrittive. A giugno la produzione industriale aveva preso a diminuire in un contesto di generale rallentamento della congiuntura mondiale. Molti avanzavano timori per una « gelata di autunno » con gravi riflessi sull'occupazione. La battuta d'arresto era legata soprattutto all'incertezza, provocata dalla situazione del mercato dei cambi, e al repentino aumento dei tassi d'interesse. Dopo la crisi di settembre, il ricorso agli strumenti creditizi e valutari assunse un più preciso carattere di temporaneità, nell'ambito del nuovo indirizzo che il Governo era in procinto di imprimere alla politica economica, finalizzandola con maggiore impegno ad eliminare gli squilibri reali anziché ad arginare le loro conseguenze monetarie.

Superate le incertezze della pausa estiva, il ciclo riprendeva vigore. Le esportazioni, traendo vantaggio dalla svalutazione della primavera, si accrescevano nel secondo semestre di circa il 10 per cento. Anche i consumi privati segnavano nuovi aumenti per effetto dei miglioramenti salariali della primavera-estate e, in via indotta, dell'aumento dell'attività produttiva. Gli investimenti in impianti, dato il maggior utilizzo delle capacità esistenti, manifestavano un sensibile risveglio.

La produzione industriale, in lieve diminuzione nel terzo trimestre, aumentava nel quarto del 7 per cento, portandosi a un livello superiore del 16 per cento a quello di dodici mesi prima. Ma insieme con l'evidenza di una maggiore intensità della ripresa appariva di nuovo l'impossibilità di continuare a sostenerla. Le importazioni aumentavano dell'11 per cento e il disavanzo delle partite correnti, scomparso nel terzo trimestre, ricompariva con un importo, sempre esclusa la componente stagionale, di 700 miliardi di lire. Ancora una volta il sistema confermava l'incapacità, rilevata lo scorso anno in questa sede, di per-

seguire ad un tempo l'obiettivo della stabilità e quello dello sviluppo e, di conseguenza, la necessità di trascurare or l'uno or l'altro in una dannosa alternanza di oscillazioni sempre più ampie e frequenti.

Nel frattempo prendeva corpo il programma di stabilizzazione. Dopo un acceso dibattito, le misure di politica fiscale e in parte quelle tariffarie venivano decise nell'autunno: subivano aumenti le aliquote di varie imposte, le tariffe postali, telefoniche, elettriche e ferroviarie, nonché alcuni prezzi amministrati.

Il problema del costo del lavoro invece veniva affrontato solo nel febbraio di quest'anno dopo che la conclusione delle trattative fra le organizzazioni sindacali e quelle imprenditoriali non aveva fornito una risposta adeguata alla gravità della crisi e alla situazione congiunturale. Gli impegni sottoscritti in tema di festività, mobilità del lavoro, flessibilità degli orari e assenteismo, pur potenzialmente idonei a permettere incrementi di produzione e di produttività in una situazione espansiva, sono infatti scarsamente efficaci in presenza di modesti incrementi produttivi, quali quelli previsti per l'anno in corso. Anche lo svincolo della indennità di quiescenza dalla scala mobile potrà produrre risultati di una certa entità solo a lunga scadenza, mentre il controllo della spirale inflazionistica richiede un'azione rapida e incisiva.

Per integrare questa insufficiente risposta ad un problema che coinvolge gli interessi dell'intero Paese è stata attuata la fiscalizzazione di una parte dei contributi sociali, finanziandola con l'aumento dell'IVA e di altre imposte indirette. Il decreto-legge prevedeva l'esclusione degli aumenti delle imposte indirette dal calcolo della contingenza e penalizzazioni fiscali per scoraggiare la contrattazione integrativa; la caduta di quella norma ha fatto mancare l'obiettivo del ripristino della sovranità dello Stato sulle zone di reddito attualmente affrancate dagli effetti della manovra dell'imposizione indiretta.

La vicenda congiunturale dell'annata ha messo capo a un aumento del reddito maggiore del previsto, cioè del 5,6 per cento, ma ad esso si sono accompagnate risultanze negative nell'andamento sia dei prezzi sia della bilancia dei pagamenti; il deflatore del prodotto lordo interno è aumentato del 18 per cento, il disavanzo dei pagamenti correnti è salito a 2.300 miliardi.

Nel corso del 1975, a causa della diversa efficacia con la quale l'azione del mercato e quella amministrativa avevano inciso sull'evoluzione dei salari e dei prezzi si era venuta determinando una serie di squilibri. Alla fine dell'anno erano troppo bassi rispetto ai costi non soltanto i prezzi industriali e il tasso di cambio, ma anche i prezzi amministrati e le tariffe dei servizi pubblici; similmente erano troppo

basse, rispetto alla spesa pubblica, le aliquote effettive delle imposte e, rispetto al tasso d'inflazione, i saggi d'interesse. Questi scompensi rappresentavano una pesante carica inflazionistica, poiché l'impossibilità di contenere l'aumento dei costi costringeva a ricercare il riequilibrio dei conti economici delle imprese, dei bilanci delle pubbliche amministrazioni e dei mercati finanziari attraverso un generale adeguamento dei prezzi.

Nel 1976 il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera è aumentato del 10 per cento dopo l'aumento del 35 per cento nel 1975. Il buon recupero della produttività, favorito dalla ripresa della produzione, è valso a compensare oltre la metà dell'aumento delle retribuzioni, cresciute del 24 per cento contro il 22 dell'anno precedente. Ciò nonostante, si è ripetuto il divario rispetto all'andamento dei costi unitari negli altri principali paesi industriali, fatta eccezione per il Regno Unito: infatti nel Giappone e nella Germania federale i costi unitari sono diminuiti; negli Stati Uniti e in Francia l'aumento è stato dell' 1-2 per cento.

Il rialzo dei prezzi praticato dall'industria manifatturiera è stato maggiore di quello dei costi, essendosi ragguagliato al 22 per cento; in tal modo è stato compensato in parte lo squilibrio del 1975, allorché i prezzi dei prodotti manifatturieri erano cresciuti in una misura, l' 11 per cento, molto inferiore ai costi unitari.

Se i conti economici delle imprese e il tasso di cambio apparivano alla fine del 1976 meglio equilibrati, l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti era ancora in buona parte da compiere. Le dimensioni del disavanzo derivante dall'aumento del prezzo del petrolio sono di entità che, in rapporto al reddito, non ha l'eguale negli altri paesi industriali. Nel 1976 il costo del petrolio importato per soddisfare la domanda interna ha superato di oltre 4.500 miliardi, nonostante una diminuzione del 7 per cento rispetto al 1973 delle quantità consumate, il livello che avrebbe raggiunto se il prezzo in lire del greggio fosse aumentato negli ultimi quattro anni come quello medio delle esportazioni italiane.

Tra il 1973 e il 1976 le esportazioni e le importazioni di beni e servizi, incluso il turismo, sono aumentate a prezzi costanti rispettivamente del 26 e del 2 per cento. Ne è conseguito nel 1976, rispetto a tre anni prima, un maggior trasferimento all'estero di risorse reali pari al 4,4 per cento del prodotto lordo interno: se viene tutto idealmente imputato alla copertura del fabbisogno di petrolio, tale spostamento copre per intero l'aggravio del maggior prezzo: esso ci ha infatti riportati ad un disavanzo corrente uguale, al netto dei maggiori interessi sui debiti esteri, a quello del 1973.

Il trasferimento reale è stato quindi notevole, avendo assorbito i quattro quinti delle maggiori risorse prodotte; ma esso è stato realizzato essenzialmente a prezzo di una brusca caduta nello sviluppo: infatti, nel giro di tre anni, il reddito e la domanda interna sono aumentati soltanto del 5,9 e dell' 1,2 per cento rispettivamente. Ne hanno sofferto in particolare gli investimenti fissi, passati dal 20 al 18 per cento del totale degli impieghi interni.

Poiché l'aggiustamento richiede di migliorare la posizione competitiva sui mercati internazionali, esso è legato ad un adeguato flusso di innovazione e di investimento nell'apparato produttivo e ad una politica attiva del lavoro. Nel 1976, invece, l'espansione realizzata grazie alla favorevole congiuntura internazionale è stata scarsamente utilizzata per il rilancio degli investimenti fissi. Questi hanno presentato nell'anno un aumento del 2 per cento, dopo la caduta del 13 nel 1975; nell'industria, ove la flessione era stata del 22, si è avuta anzi una nuova diminuzione del 2 per cento.

Nelle fasi cicliche la produttività si muove in sintonia con la produzione a causa della rigidità dell'occupazione; gli ultimi due anni ne sono conferma nei due sensi. Incrementi della produttività non puramente ciclici richiedono un alto coefficiente di accumulazione, non facilmente compatibile con l'equilibrio esterno dato l'elevato contenuto di importazione degli investimenti. Ci si trova quindi in un circolo vizioso: la bassa produttività media del sistema rende stringente il vincolo della bilancia dei pagamenti ed obbliga al contenimento della domanda interna; questo, rallentando l'accumulazione, impedisce di modificare la struttura produttiva, di espandere settori che consentano di aumentare la produzione per addetto e di migliorare le correnti di scambio con l'estero.

Per rompere questo circolo occorre essere capaci di realizzare una politica di sostituzione degli investimenti ai consumi, privati e pubblici.

Strumentali a questa politica sono il contenimento degli aumenti salariali, la riduzione del disavanzo pubblico, congiunta con la qualificazione della spesa, e la destinazione al risparmio di una maggiore quota del reddito del settore privato.

La finalizzazione del contenimento salariale ad espliciti obiettivi di sviluppo rende un disegno di politica economica concepito secondo queste linee socialmente qualificante per i positivi effetti sull'occupazione nascenti dal rafforzamento dell'apparato produttivo.

Nel periodo 1973-76, dando priorità all'obiettivo dell'occupazione si è impedito, a differenza di quanto è avvenuto nelle economie

piú forti quali gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone, che al rallentamento della crescita si accompagnasse una flessione dell'occupazione. Questa, nell'industria manifatturiera, è rimasta stabile sui livelli raggiunti nel 1974; contemporaneamente le retribuzioni orarie di fatto in termini reali sono cresciute del 18 per cento contro una lieve riduzione negli Stati Uniti e aumenti del 10 e del 7 per cento, rispettivamente in Giappone e nella Germania federale.

Il risultato relativamente migliore ottenuto dal nostro Paese in termini di occupazione e di salario reale ha carattere effimero essendo stato conseguito a prezzo di un tasso d'inflazione, di una caduta degli investimenti e di un disavanzo esterno non sostenibili.

La riduzione del disavanzo del settore pubblico e la qualificazione della spesa sono obiettivi sui quali convergono, in linea di principio, consensi generali e rispetto ai quali, pur nella difficoltà di imprimere continuità di sviluppo alle politiche che essi richiedono, lo scorso anno potrebbe avere segnato un punto di svolta. L'indebitamento netto, che nel 1975 si era quasi raddoppiato, portandosi a 13.900 miliardi, è rimasto pressoché stazionario; conseguentemente il suo rapporto rispetto al prodotto interno lordo è sceso dal 12,2 al 9,8 per cento.

Si tratta pur sempre di valori molto elevati e incompatibili con l'equilibrato sviluppo del sistema; non solo, infatti, tutti gli investimenti pubblici e i trasferimenti in conto capitale sono finanziati con il ricorso all'indebitamento, ma dal 1971 ormai il totale delle entrate è insufficiente a coprire le spese correnti, cosicché si ha da parte del settore pubblico un assorbimento di risparmio che è stato di 7.900 miliardi nel 1975 e di 5.800 nel 1976. In media, nel biennio, oltre un quarto del risparmio nazionale lordo è stato utilizzato per coprire il disavanzo corrente dell'operatore pubblico.

La riduzione dell'indebitamento netto nel 1976 è stata ottenuta principalmente attraverso l'espansione delle entrate tributarie, aumentate del 32 per cento. La loro incidenza sul prodotto interno lordo è salita dal 31 al 33 per cento. Una pressione fiscale maggiore di questa esiste in altri paesi, ma a piú alto livello di reddito.

Occorre che l'azione di contenimento del disavanzo operi anche dal lato della spesa, che nel 1976 ha superato i 67.500 miliardi, circa la metà del prodotto lordo interno. La sua espansione si è fortemente accelerata dalla seconda metà degli anni sessanta; sempre rispetto al prodotto lordo interno essa è passata dal 33 per cento nel 1954 al 36 nel 1964 e al 42 nel 1974, per balzare poi al 48 per cento nel 1975 e nel 1976.

La spinta piú rilevante all'aumento della spesa pubblica è venuta dalle prestazioni sociali, che nel 1976 hanno rappresentato quasi la metà della spesa corrente complessiva a fronte del 42 per cento agli inizi degli anni sessanta.

L'estensione dei benefici della sicurezza sociale, quale è stata praticata negli ultimi anni senza una rigorosa commisurazione di mezzi e di fini, sta creando oneri insopportabili per l'Erario e per le unità produttive, al di là delle finalità sociali che si intendono perseguire. Il cumulo dei trattamenti, l'acquiescenza nell'accedere alla richiesta di prestazioni, senza un rigoroso accertamento dello stato di bisogno, non hanno permesso un adeguato soddisfacimento delle reali esigenze delle categorie assistite, dando luogo invece ad un indiscriminato aumento dei redditi delle famiglie e a dispendio di risorse. Di conseguenza, è stato aggravato il disavanzo pubblico; sono stati accresciuti i consumi; è stato favorito l'impiego irregolare di lavoro presso piccole unità con forme precapitalistiche di produzione, a danno del corretto funzionamento dei mercati dei prodotti e dei fattori.

Il peso della previdenza nei prossimi anni è destinato ad aumentare ulteriormente soprattutto a causa dei meccanismi automatici di adeguamento delle pensioni ai prezzi e alle retribuzioni; ciò accresce l'esigenza di disciplinare organicamente il cumulo dei trattamenti, di introdurre correttivi alla domanda di prestazioni sanitarie, di contenere altre forme di politiche distributive inerenti al basso livello delle tariffe dei servizi di pubblica utilità.

### **I problemi finanziari delle imprese.**

Nel quadro dell'evoluzione economica degli scorsi anni, i risultati d'esercizio delle imprese si sono venuti deteriorando, e le loro occorrenze finanziarie sono state fronteggiate in misura crescente con l'indebitamento. Riteniamo che al sistema creditizio vada confermato il ruolo di aiutare le imprese a superare le difficoltà e le incertezze presenti, e a tradurre i programmi in concrete realizzazioni.

La distinzione fra gestione delle imprese e gestione delle banche, posta a cardine del nostro ordinamento sulla base di esperienze dolorose, deve tener conto, nell'applicazione, del mutare delle realtà storiche. Senza confondere i ruoli, i rapporti tra banca e industria possono conoscere nuove modalità quando si tratti di studiare ed attuare interventi che valgano a ricondurre quei rapporti a una normalità

che di fatto è stata alterata con pregiudizio grave per lo stesso sistema creditizio.

Non si intende proporre politiche di salvataggio indiscriminato, che si risolverebbero nel naufragio di tutti, ma il ricorso a interventi nei quali dovrà esercitarsi la dote del discernimento, fondamentale nella professione del banchiere. Siffatti interventi, inoltre, hanno senso solo entro la cornice della rigorosa attuazione di un programma di stabilizzazione dell'economia, quale è stato sopra richiamato.

L'ampio dibattito che si è acceso sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese ha individuato i principali problemi nella insufficienza del capitale di rischio, nell'eccessivo grado dell'indebitamento, nel suo costo e nella sua composizione.

Il maggior peso che l'indebitamento a breve ha assunto negli ultimi anni e l'elevatezza del suo costo in termini monetari hanno contribuito a peggiorare l'andamento economico e finanziario delle imprese. Si tratta peraltro di condizioni legate alla situazione congiunturale e che con essa si modificheranno: il successo nella lotta contro l'inflazione porterà con sé la riduzione dei tassi d'interesse e la ricomposizione della loro struttura secondo una curva per scadenze che consentirà la riattivazione del mercato obbligazionario.

D'altra parte, operazioni di consolidamento forzoso di crediti a breve verso le imprese avrebbero gravi ripercussioni sulla gestione delle aziende di credito. L'attivo di queste ultime già è reso rigido per il 45 per cento dei depositi dagli obblighi di riserva e dal vincolo di portafoglio. A questi si è aggiunto, di recente, il consolidamento per legge dei crediti verso gli enti locali; per alcune aziende di credito, tradizionalmente finanziatrici di detti enti, ciò ha portato l'insieme dei vincoli sull'attivo ad oltre il 50 per cento. La variabilità del costo della provvista, quasi tutta a breve, si scontra con la rigidità del rendimento della parte dell'attivo che è vincolata, e tende perciò a scaricare i suoi effetti in parte sui tassi pagati dalla clientela per i prestiti ricevuti e in altra parte sui conti economici delle banche.

Quando si accompagna ad innovazioni normative nella stessa materia, come di recente è avvenuto con l'inibizione agli enti territoriali di ulteriore accesso al credito bancario, il consolidamento forzoso, pur rappresentando un provvedimento grave perché modifica un rapporto contrattuale in corso, può trovare giustificazione. Ma applicato ad imprese che debbono continuare a ricorrere al credito bancario, esso ne deteriorerebbe i rapporti con le banche e ridurrebbe il senso di responsabilità

negli amministratori delle une e delle altre; ne conseguirebbe, inoltre, l'indebolimento delle banche stesse nel momento in cui ad esse, come all'intero sistema creditizio, si intende richiedere un intervento per la soluzione del problema finanziario di fondo delle imprese, la loro ricapitalizzazione.

Le imprese, infatti, hanno bisogno soprattutto di nuovi mezzi e di riceverli in larga parte sotto forma di capitali di rischio, che nelle attuali condizioni il mercato non fornisce nella misura necessaria. Questa difficoltà è principalmente il riflesso dei problemi reali delle imprese, resi più gravi da vincoli che il potere pubblico è in grado di rimuovere manovrando gli strumenti di cui già attualmente dispone, e da altri derivanti da accordi tra le parti sociali, che tuttora limitano la flessibilità di impiego dei fattori della produzione.

Tra i primi, hanno particolare importanza la discriminazione fiscale a danno del capitale di rischio ed a favore di quello di indebitamento, quest'ultimo agevolato altresì nel costo dall'intervento pubblico, e l'inesistenza di un'adeguata struttura di investitori istituzionali che valga a mediare i rischi e ad assicurare la professionalità delle scelte d'investimento. Occorrono quindi, in primo luogo, misure di carattere fiscale a favore sia degli emittenti sia dei sottoscrittori di azioni. Appare rispondere a queste esigenze il disegno di legge, recentemente predisposto dal Ministro delle Finanze, che modifica il regime tributario delle società, attenuando la vigente plurimposizione sugli utili distribuiti.

Quando i più importanti tra quei vincoli fossero stati rimossi, una larga maggioranza delle imprese, grazie anche agli interventi che le istituzioni creditizie già usano effettuare nell'ambito delle norme esistenti, potrebbe superare le attuali difficoltà nel reperimento dei capitali di rischio. Ma queste difficoltà si presentano con particolare urgenza e rilevanza per un circoscritto numero di grosse imprese, il risanamento delle quali propagherebbe a sua volta effetti benefici verso le medie e le piccole attraverso il miglioramento dei termini di pagamento e l'aumento delle commesse.

In questi casi, condizioni pregiudiziali per interventi a carattere straordinario da parte di istituzioni creditizie ci sembra che debbano essere l'esistenza sia di un piano di risanamento produttivo reso credibile anche dal contenuto degli accordi stipulati tra le parti sociali operanti nell'impresa, sia di un gruppo di controllo, anche se minoritario, che riscuota stima di capacità imprenditoriale e si assuma la responsabilità della gestione.

In presenza delle condizioni suddette, il sistema creditizio può agevolare l'ampliamento del capitale di rischio delle imprese alle quali si riconosca capacità di ricupero; questo riconoscimento predisporrebbe i risparmiatori a un più favorevole atteggiamento. L'intervento degli istituti di credito speciale e delle aziende di credito dovrebbe avvenire in forme che pongano comunque un diaframma fra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive, evitando rapporti diretti tra singole imprese e singoli istituti; per questi ultimi, dovranno valere il limite già oggi esistente dei mezzi propri nell'acquisizione complessiva di capitali azionari e limiti alla concentrazione dei rischi.

Potrebbe essere facilitata la costituzione di consorzi anche sotto forma societaria, i quali provvedano temporaneamente alla sottoscrizione delle azioni delle imprese destinatarie del capitale di rischio. Altra via possibile è quella di consentire agli intermediari del credito la costituzione di società finanziarie, fissando, nelle norme statutarie di queste, precisi criteri da seguire negli investimenti. In particolare dovrebbero essere prestabiliti i limiti di acquisizione delle azioni con riferimento sia al patrimonio della finanziaria, sia al capitale sociale dell'impresa sovvenuta. Questa soluzione permetterebbe di far concorrere le medie e piccole aziende di credito alla ricapitalizzazione delle imprese e favorirebbe queste ultime anche in via indiretta, ricostituendo un retroterra finanziario utile al sostegno del mercato azionario.

L'intervento delle istituzioni creditizie può assumere modalità diverse da quelle ora delineate, che il senso pragmatico e la capacità innovativa degli stessi operatori contribuirebbero a definire anche sulla base di esperienze già acquisite: queste possono essere di guida nell'individuare le più efficaci forme di associazione e al tempo stesso di divisione di ruoli, tra aziende di credito ed istituti di credito speciale, nello studio del piano di risanamento e nell'appoggio finanziario. Ma per la stabilità del sistema creditizio che è necessaria alla stabilità finanziaria del sistema delle imprese, è indispensabile che, qualunque ne sia la forma, gli interventi speciali siano temporanei, volontari e condizionati. La condizionalità è anche il presupposto di una corretta individuazione delle imprese nei confronti delle quali gli interventi avverrebbero: una garanzia che questi siano limitati ai casi nei quali a un tempo sussista l'effettivo stato di bisogno e siano assicurati i presupposti per vigilare sull'attuazione del piano di risanamento produttivo, dovrebbe trovarsi nel temporaneo obbligo dell'impresa a specifici adempimenti.

Possono, altresí, essere introdotte innovazioni negli strumenti finanziari atte ad agevolare la temporaneità dell'intervento, quali ad esempio emissioni, accanto alle obbligazioni convertibili, di obbligazioni da rimborsare con azioni dell'impresa sovvenuta. La scadenza delle obbligazioni dovrebbe coincidere con l'epoca prevista per il completamento del programma di risanamento dell'impresa. Nel caso di minusvalenza dell'azione, sulla base di quotazioni medie, rispetto al valore nominale dell'obbligazione, al sottoscrittore potrebbe essere garantito un conguaglio in contanti.

Per favorire gli interventi di ricapitalizzazione sopra delineati può essere sufficiente l'adozione di misure di ordine fiscale. In primo luogo, il principio della trasparenza, che incontra un ostacolo nella imposizione multipla degli utili distribuiti, dovrebbe trovare applicazione integrale per coloro che effettuino interventi di ricapitalizzazione. In secondo luogo, le istituzioni creditizie potrebbero essere autorizzate, secondo modalità e limiti da definire, ad utilizzare i fondi rischi e a ricostituirli in tempi piú brevi di quelli previsti dalle disposizioni oggi esistenti.

La realtà odierna avverte il peso dei costi sociali impliciti nella dissoluzione delle imprese e cerca quindi di limitarli ai casi veramente insanabili. Ma anche nei riguardi della sopravvivenza dell'impresa, si pone un problema di neutralità degli ordinamenti, questa volta tra impresa pubblica e impresa privata. Pur respingendo la tesi che l'appartenenza del capitale al settore pubblico induca sistematicamente le istituzioni creditizie a privilegiare nella concessione del credito le aziende di quel settore, non si può non riconoscere che la valutazione del rischio è fortemente influenzata dalla consapevolezza che il debitore ultimo dispone del potere di imporre tributi e di battere moneta. Il piú facile accesso al credito che ne deriva e la maggiore stabilità dell'impiego in presenza di risultati economici negativi rendono il processo di pubblicizzazione delle imprese difficilmente reversibile, quella collocazione garantendo ad amministratori e dipendenti una condizione piú sicura il cui costo viene in vari modi riversato sulla collettività. Nell'attesa che la neutralità venga realizzata, o almeno approssimata, ad esempio ponendo un limite alle garanzie fideiussorie che gli enti di gestione possono concedere alle proprie aziende, ci sia consentito auspicare che il sistema degli intermediari finanziari procuri di correggere per la sua parte le presenti distorsioni, evitando di determinarsi prevalentemente sulla base della garanzia implicita nell'assetto proprietario.

## I tassi di interesse.

Nel dibattito sugli orientamenti della politica monetaria, si trae spesso argomento dal carico dell'indebitamento che grava sulle imprese e dal basso livello dell'investimento per sollecitare azioni intese ad abbassare la struttura dei tassi, e piú specialmente di quelli bancari. Ma alla validità degli obiettivi perseguiti non corrisponde quella del mezzo proposto, ove esso venga posto in atto con anticipo rispetto alla caduta del tasso d'inflazione. Senza che occorra richiamarsi ad analisi o esperienze lontane, quella nostra della seconda metà del 1975 e dell'inizio del 1976 ha offerto nuovamente l'evidenza che ove la politica dei tassi non rispetti le condizioni di compatibilità con l'equilibrio monetario interno ed esterno essa, anche in presenza di flessibilità del cambio, genera rapidamente effetti che la vanificano.

In senso opposto, dalla primavera del 1976, pur in presenza di aspettative di forte inflazione, l'aumento dei tassi d'interesse ha consentito di richiamare fondi dall'estero, di contenere le componenti speculative della domanda e di scoraggiare l'impiego del risparmio in benirifugio. L'innalzamento dei saggi d'interesse ha determinato un ridimensionamento delle disponibilità liquide delle imprese rafforzando l'efficacia della manovra monetaria.

L'incertezza sulla durata degli elevati tassi di crescita dei prezzi e sul corso della politica economica prima degli impegni biennali assunti con la « lettera d'intenti » indirizzata al Fondo monetario internazionale ha contribuito a spostare verso le scadenze piú brevi la domanda di fondi, che il mercato ha conciliato con l'offerta, sin dai primi mesi del 1976, mediante un rapido innalzamento dei tassi e in particolare di quelli a breve termine. Nonostante che i rendimenti obbligazionari siano saliti nel corso dell'anno di circa tre punti, il mercato delle emissioni di titoli a medio e a lungo termine ha quasi completamente perso la propria vitalità, animato solo dai sussulti che gli imprimevano le periodiche scadenze del vincolo di portafoglio.

Ci si può chiedere se sarebbe stato desiderabile lasciar salire o sospingere i tassi a lungo termine verso livelli piú elevati di quelli a breve e se la relazione tra i primi e i secondi che si è avuta dall'inizio del 1976 possa e debba essere mantenuta.

La diversa entità del movimento ascensionale dei tassi praticati per differenti scadenze riflette sia il fatto che i tassi a breve termine

sono piú rapidi nell'adeguarsi a mutate condizioni di mercato, sia la circostanza che essi dipendono dal saggio di inflazione che ci si attende per il prossimo futuro; una spinta inflazionistica si ripercuote invece sui tassi a lungo termine solo in quanto modifichi le aspettative degli operatori circa l'andamento dell'inflazione nel lungo periodo. Oltre che fisiologica, una mobilità dei tassi a breve maggiore di quella dei tassi a lungo termine è desiderabile. E' infatti preferibile conseguire un dato effetto sulla domanda interna e sulla bilancia dei pagamenti agendo sulla componente delle scorte e sui crediti commerciali con l'estero piuttosto che sugli impianti e sulle attrezzature. Il limite al finanziamento a lunga scadenza, oggi rappresentato dall'insufficiente offerta di fondi, finirebbe con l'essere posto dalla scarsità della domanda, qualora si permettesse che il rialzo dei saggi a lungo termine fosse cospicuo.

La probabilità di una flessione, graduale o rapida, dell'inflazione aumenta eccessivamente il rischio degli operatori che debbono indebitarsi a tassi nominali molto elevati per il finanziamento di investimenti di lunga durata come quelli nelle abitazioni, nelle opere pubbliche e nei servizi di pubblica utilità. Dall'altro lato, chi risparmia non desidera assumere senza un proporzionato compenso il rischio che permangano nel tempo saggi d'inflazione notevolmente maggiori dei tassi nominali a lungo termine.

Da qui discende l'utilità di strumenti finanziari diversi da quelli tradizionali che, rendendo piú flessibile nel tempo il tasso nominale di interesse a lungo termine al mutare del saggio di crescita dei prezzi e delle condizioni di mercato del credito, riducano l'incertezza dell'onere reale del debitore e del rendimento per il creditore; l'indicizzazione nelle varie forme sembra piú adatta per il mercato dei mutui fondiari, mentre di piú ampia applicazione appaiono i finanziamenti a tassi variabili.

Il talento e la sensibilità di mercato degli emittenti sono in grado di dare ai titoli offerti caratteristiche che incontrino il favore del pubblico; di ciò si ha già qualche cospicuo esempio o anticipazione.

La struttura dei tassi di interesse secondo scadenza è resa anomala, nel nostro Paese, dalla giustapposizione di un segmento del mercato finanziario irrigidito da interventi amministrativi di varia natura ad un segmento mobile e libero. In condizioni di forte ascesa dei prezzi la congiunzione tra i due bracci della curva dei rendimenti diviene un punto di crisi che tende a spostarsi. Sarebbe ragione di grave danno se il movimento avvenisse nel senso di estendere la zona rigida verso il breve termine. Qualche passo verso un adeguamento graduale nella direzione

opposta è stato compiuto di recente, non solo consentendo un certo rialzo dei tassi a lungo termine e qualche flessione di quelli a breve, ma altresì rendendo più rispondenti agli andamenti di mercato i tassi di riferimento per la concessione del credito agevolato.

Non possono trovarci favorevoli, quindi, le idee ed i suggerimenti intesi a ridurre il costo nominale del credito a breve mediante una regolamentazione dei tassi passivi corrisposti dalle banche. Solo se il tasso di interesse sui depositi si adegua rapidamente al mutare delle condizioni dei mercati monetari e del credito può essere ridotta la potenziale instabilità di un'ingente massa monetaria.

Anche a prescindere dai possibili spostamenti della domanda dalla moneta alle attività sull'estero, l'allocatione del risparmio subirebbe nuove distorsioni se la concorrenza bancaria venisse mortificata nell'unico campo nel quale ancora si esplica in forme relativamente libere e se, per i servizi offerti dalle aziende di credito alla clientela, si favorisse una fissazione di prezzi non corrispondenti ai costi di produzione: l'esplicito pagamento di interessi verrebbe infatti sostituito sia da una più ampia offerta di servizi gratuiti sia, per le imprese che sono anche indebitate col sistema bancario, da più favorevoli condizioni di erogazione del credito. Ne soffrirebbero in particolare quei clienti che attingono in misura minore, rispetto all'entità dei loro depositi, ai servizi e al credito offerti dalle banche: trattandosi in prevalenza dei detentori di modesti depositi, si avrebbe una nuova forma di penalizzazione del piccolo risparmio.

Oltre a queste ragioni economiche, altre di natura tecnica e amministrativa rendono una simile misura assai difficile da praticare. Una remunerazione dei conti correnti troppo inferiore a quella dei depositi a risparmio causerebbe un largo abbandono di un tipo di deposito, qual è il conto corrente, più moderno, meno costoso a gestire per la banca, più comodo da utilizzare per il cliente. La proposta di colpire i correntisti si fonda inoltre sul presupposto di una separazione tra questa ed altre forme di detenzione del risparmio presso le banche che l'estensione della tecnica di trasferimento elettronico di fondi è destinata a far progressivamente scomparire: a misura che diviene possibile per il cliente prelevare a distanza dal deposito a risparmio, l'assegno, che è l'elemento distintivo del conto corrente, perde il proprio carattere esclusivo di mezzo di pagamento bancario e si vanifica la discriminazione amministrativa tra la disciplina del conto corrente e quella del deposito a risparmio.

La richiesta di abbassare i tassi d'interesse senza vincoli rispetto al tasso d'inflazione e ai tassi di rendimento negli altri paesi contraddice

anche l'obiettivo di medio periodo di rendere piú elevata e piú stabile la domanda di attività finanziarie e di richiamare un'offerta di capitali esteri che dal lato della domanda dovrebbe essere facilitata mediante il ritorno a condizioni di piú alta redditività delle imprese.

### Il finanziamento del Tesoro.

La riconduzione dei tassi verso livelli nominali piú bassi presuppone un allentamento delle tensioni inflazionistiche, il quale a sua volta non è raggiungibile senza la riduzione del finanziamento monetario del Tesoro. Si pone quindi, anche sotto questo riguardo, il problema se qualche regola debba essere imposta a questa forma di finanziamento.

Nella media degli ultimi cinque anni il 162 per cento della creazione di base monetaria ha trovato la propria contropartita nei confronti del Tesoro: i finanziamenti all'Economia e l'Estero hanno quindi agito nel senso di assorbire una parte della base monetaria creata dal Tesoro. La frazione di fabbisogno non coperta dalla banca centrale è stata reperita, in una proporzione crescente, con debito a breve termine: i BOT, che costituivano il 6 per cento dei titoli di Stato detenuti dalle aziende di credito e dal pubblico alla fine del 1973, ne rappresentavano il 38 per cento al termine del 1976.

La legge disciplina le tre forme nelle quali l'Istituto di emissione può alimentare l'espansione monetaria mediante l'acquisto di crediti verso lo Stato. A prescindere dall'anticipazione ordinaria, prevista in una somma fissa divenuta assai modesta e da anni inutilizzata, la Banca d'Italia è tenuta al finanziamento monetario attraverso il conto corrente per il servizio di tesoreria provinciale entro il limite del « 14 per cento dell'ammontare delle spese correnti e di quelle in conto capitale risultanti dalle previsioni iniziali e dalle successive variazioni ». Non vi sono invece obblighi né limiti per la terza forma, l'acquisto di buoni ordinari del Tesoro e di altri titoli di Stato: lo statuto della Banca d'Italia stabilisce soltanto che l'« Istituto di emissione può impiegare somme in titoli emessi o garantiti dallo Stato ». Esso lo fa nell'esercizio di un'autonoma valutazione delle condizioni dei mercati finanziari e degli strumenti idonei a perseguire gli indirizzi della politica monetaria e creditizia. Le stesse assunzioni a fermo di titoli sono espressione di autonomia contrattuale, anche quando, come per l'emissione di buoni ordinari del Tesoro, le disposizioni della contabilità di Stato impongono la forma del decreto ministeriale. Ugualmente discrezionale nella quantità cosí come nel prezzo è la compravendita di buoni e titoli di Stato sul mercato secondario.

Non è dunque in forza di un obbligo di legge che il portafoglio di titoli del debito pubblico si è andato gonfiando nell'attivo dell'Istituto di emissione, ma perché l'Istituto ha creduto di accettare la validità di una ragione economica e storica più cogente della pur profonda convinzione di quanto sia effimero e distorsivo il sostegno dell'occupazione e del reddito affidato all'inflazione. Le operazioni della nostra Banca che hanno effetto sulla creazione della base monetaria subiscono i condizionamenti delle scelte fondamentali della società: in particolare quelle originate dai rapporti con il Tesoro si ricollegano a decisioni sovrane del Parlamento e dei Governi che esso esprime. In una catena di relazioni sociali e politiche in istato di tensione, la moneta rappresenta l'anello debole ed il finanziamento monetario del Tesoro il punto di rottura di questo anello.

Il ricorso all'Istituto di emissione è dunque l'estrema manifestazione della sproporzione tra le dimensioni del bilancio del settore pubblico e l'apporto che esso dà all'efficienza e alla capacità di crescita dell'economia. L'azione del Governo e del Parlamento si è già indirizzata a precludere agli enti territoriali l'accesso alle aziende di credito per il finanziamento a breve termine, accentrandolo presso la Cassa Depositi e Prestiti, nell'intento di creare le premesse per un maggior controllo sui loro disavanzi. Gli organismi internazionali che prestano all'Italia un sostegno finanziario, d'altro canto, hanno ricevuto assicurazioni dalle Autorità politiche che in altri punti del sistema saranno compiute azioni di risanamento. Nei confronti del Fondo monetario internazionale è stato assunto l'impegno di ridurre notevolmente l'incidenza sul reddito nazionale non solo del disavanzo del Tesoro, ma anche di quello del settore pubblico in senso più ampio, contenendo l'espansione nominale degli stanziamenti di spesa e riducendoli in termini reali.

Al fine di evitare che ai danni derivanti dalle dimensioni e dalla struttura dei bilanci del settore pubblico altri se ne aggiungano per un eccesso di finanziamento monetario, occorre agire innanzi tutto nelle sedi in cui si compie il processo di decisione, esecuzione e controllo della spesa. Quando il contenuto di troppe leggi di spesa è tale da non offrire, né per l'immediato né per il futuro lontano, la speranza che esso stimoli la produttività e l'efficienza nella misura necessaria ad autofinanziarsi, sono poste già le premesse della futura instabilità monetaria.

Ad una più ordinata politica del debito pubblico gioverebbero poi una più chiara amministrazione e previsione dei flussi di cassa dello Stato e degli altri enti ed istituzioni che gli si ricollegano, o perché ne ricevono assegnazioni di entrate o perché i loro disavanzi vengono in ultima

istanza da esso coperti. Un impegno dell'autorità di governo a contenere la sollecitazione all'espansione monetaria derivante dal disavanzo dovrebbe essere riferito ad un quadro di previsione e controllo dei flussi di cassa, per i quali una legge del 1976 prescrive l'invio di relazioni trimestrali al Parlamento. Tale impegno non lascerebbe intatta la discrezionalità che, nell'acquisto di titoli del debito pubblico, la legge assegna all'Istituto di emissione qualora quest'ultimo non avesse, come un qualsiasi componente del mercato, il diritto di indicare il prezzo al quale è disposto ad effettuare il finanziamento richiesto.

E' proprio sul fronte dei tassi d'interesse che la copertura del disavanzo si presenta nel suo aspetto più delicato. E' necessario, a questo proposito, che l'adoperarsi per rendere minimo il costo dell'indebitamento, che risponde ad un criterio di efficienza valido nella sfera pubblica non meno che in quella privata, non traligni nel collocamento forzoso. Il rispetto non solo formale del principio che ispira l'articolo 81 della Costituzione vuole che quella parte della copertura della spesa che non è assicurata dall'imposizione di tributi approvati dai rappresentanti eletti al Parlamento avvenga a condizioni che la collettività stessa direttamente approva, il che accade solo se i titoli del debito pubblico sono offerti a rendimenti che ne consentano una sottoscrizione libera; ciò vale per qualunque prenditore. Un criterio di allocazione delle risorse che eviti distorsioni impone alla Banca d'Italia la condizione minima di non sottoscrivere all'emissione titoli a tassi inferiori a quelli ai quali contemporaneamente avvengono liberi acquisti del pubblico in misura sufficiente a mantenere l'espansione monetaria entro i limiti desiderati.

Nel corso del 1976 il collocamento dei buoni ordinari del Tesoro è quasi sempre avvenuto a tassi inferiori a quelli base; il pronto adeguamento delle condizioni monetarie interne al variare delle pressioni sul cambio è la riprova da un lato dell'efficacia degli strumenti di mercato rispetto a quelli coercitivi, e dall'altro della buona intesa tra le Autorità monetarie. A due riprese, tuttavia, in marzo e in ottobre, in momenti in cui il controllo della liquidità interna era particolarmente difficile, l'offerta di BOT avvenne a rendimenti insufficienti a garantire almeno il rinnovo di quelli in scadenza: la Banca d'Italia sottoscrisse al prezzo base; non essendo prevista la possibilità di indicare uno sconto, sua unica alternativa sarebbe stata la grave decisione di non sottoscrivere. Ma ci è caro rendere grazie al Ministro del Tesoro dello spirito al quale, nell'operare le proprie difficili scelte tra obiettivi in conflitto, ha informato i rapporti con la Banca centrale, e dell'attenzione prestata alle nostre ragioni nelle ricorrenti, congiunte analisi della situazione monetaria.

Sotto altro cielo, il Cancelliere tedesco ha affermato in una recente solenne occasione: « la buona collaborazione tra il governo e la Bundesbank poggia sull'autonomia della banca centrale; essa è buona non malgrado, ma in ragione di questa autonomia » (Bad Godesberg, 11 maggio).

Anche per lo Stato, come per tutti i debitori, l'entità e il costo nominale dell'indebitamento a breve termine sono aumentati notevolmente; considerato su un più lungo arco di tempo, l'onere sarebbe stato però probabilmente maggiore se si fossero offerti buoni poliennali ai tassi necessari al loro collocamento tra il pubblico: l'inflazione di questi anni, radicatasi nelle aspettative come un male endemico della nostra economia, tende oggi a ritorcersi contro chi intende indebitarsi, anziché colpire, come più spesso è avvenuto, il creditore. Di fatto, il buono ordinario del Tesoro si è rivelato uno strumento altamente flessibile in un periodo di ampie fluttuazioni dei tassi, presentando molti dei vantaggi di un titolo a rendimento variabile.

Se l'entità dell'investimento in buoni ordinari del Tesoro ha superato ormai largamente le esigenze di una normale gestione di tesoreria bancaria ciò è avvenuto per un complesso di fattori che vogliamo considerare non permanenti: in primo luogo, l'instabilità dei mercati, la maggiore ampiezza delle oscillazioni cicliche e lo stesso susseguirsi di interventi coercitivi, effettivamente presi o solo temuti, hanno determinato un'elevata preferenza per la liquidità; in secondo luogo, il massimale sugli impieghi ha chiuso in parte alle banche lo sbocco più naturale dei fondi disponibili; infine, i titoli a lungo termine offrono rendimenti minori e trovano meno agevole mercato.

L'esigenza del Tesoro di riequilibrare la struttura del debito pubblico, quella della Banca centrale di non aggravare le condizioni del controllo dell'offerta di moneta e la convenienza per gli investitori stessi di distribuire su un più completo ventaglio di scadenze i propri investimenti in fondi pubblici, convergono nella direzione di spostare il finanziamento del Tesoro verso titoli a più lungo termine. I modi e i tempi di emissioni con scadenze più lunghe devono essere definiti in relazione a due fattori tra loro strettamente collegati: il rendimento offerto e le aspettative sui tassi d'interesse e sul corso dell'inflazione.

**La scelta degli strumenti di regolazione e i flussi di credito.**

Limiti al finanziamento monetario del Tesoro e una maggiore diversificazione delle scadenze del debito pubblico vanno considerati anche

come parte di un'azione volta a rendere piú efficaci gli strumenti del controllo monetario. L'uso intenso e vario che, in difetto di riserve valutarie, è stato fatto di questi strumenti in tutto il 1976 ha posto in luce contrasti e difficoltà maturati nel corso degli ultimi anni.

Tra i provvedimenti presi a seguito delle crisi valutarie del gennaio e del settembre, vi sono stati prelievi straordinari di riserva obbligatoria per circa 800 e 550 miliardi rispettivamente. In entrambe queste circostanze, come ho già ricordato, le aziende di credito, astenendosi dal rinnovare parte dei buoni ordinari del Tesoro in scadenza a marzo e ad ottobre, hanno accresciuto la propria liquidità di importi superiori a quelli delle riserve prelevate. Analoghi disinvestimenti di buoni hanno consentito alle banche, in maggio, di riacquistare la disponibilità di parte della base monetaria sterilizzata nello stesso mese dal deposito previo.

Disponendo sui tassi delle operazioni di rifinanziamento aumenti di sei punti all'inizio dell'anno e di tre in settembre, si è reso effettivamente penalizzatore il costo del ricorso all'Istituto di emissione, mentre si sono scoraggiate le aziende di credito dall'utilizzare la liquidità detenuta nella forma del conto corrente di anticipazione ordinaria. Questi aumenti hanno altresí corrisposto alla necessità di contrastare l'uscita di valuta con un rapido rialzo dei tassi a breve termine.

Nel mese di ottobre, la difficoltà di contenere attraverso il controllo della base monetaria lo sviluppo del credito nel breve periodo ha indotto alla reintroduzione di limiti all'accrescimento degli impieghi bancari.

Dal punto di vista delle tecniche del governo monetario, il significato principale della vicenda dell'anno passato è che il ricorso a strumenti coercitivi accanto a quelli di mercato, che ha caratterizzato l'azione di questi ultimi anni, ha raggiunto un punto critico oltre il quale è spesso controproducente. Il mantenimento di un accettabile grado di controllo impone di privilegiare l'una o l'altra delle due categorie di strumenti: e per il raggiungimento in tempi molto brevi di obiettivi sulla base monetaria o sui tassi d'interesse l'impiego di strumenti coercitivi è spesso scarsamente efficace, oltre a provocare effetti nocivi sulla struttura finanziaria.

All'ampliarsi della quota del disavanzo del Tesoro coperta con i titoli a breve, si è venuta allargando sul fronte dei tassi una zona che, per propria natura, è soggetta ad ampie oscillazioni, mentre gli operatori bancari e non bancari si sono dotati di riserve di liquidità secondaria che facilmente trasformano in base monetaria quando ne ravvisino la

convenienza. Sotto la spinta dell'inflazione degli anni settanta, d'altra parte, gli uffici operativi degli intermediari finanziari e i tesoriери delle grandi imprese si sono organizzati per trarre vantaggio da frequenti mutamenti dei tassi.

In un contesto siffatto, nel quale i mercati monetari e valutari offrono redditizie occasioni d'investimento di brevissimo termine, sarebbe imprudente pensare che disposizioni amministrative sul credito possano rendere superfluo il controllo della base monetaria, o che tale controllo possa normalmente affidarsi ad atti di coercizione sugli usi della stessa, quali le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria o il deposito previo. Essi sono inevitabilmente piú lenti, piú imprecisi e meno efficaci degli interventi che l'Istituto di emissione può quotidianamente effettuare quale banca che opera nel mercato. Questi interventi, d'altra parte, realizzano tanto meglio le loro finalità quanto piú sono svolti in un mercato efficiente, nel quale la tesoreria delle aziende di credito sia amministrata con l'intento di economizzare fondi improduttivi, e quanto piú sono condotti secondo le procedure e le modalità operative del mercato stesso.

Lungo queste linee, la Banca d'Italia ha introdotto nel 1976 la possibilità di regolamento accentrato delle operazioni con le aziende di credito. Inoltre, alla fine dell'anno, essa ha adottato criteri di maggiore flessibilità nelle proprie operazioni in BOT: invece di essere determinate dall'applicazione di un sistema di scarti fissi ai prezzi di aggiudicazione dell'asta piú recente, ora le condizioni vengono modificate con frequenza in relazione agli obiettivi di breve periodo di base monetaria e tenendo conto delle tendenze espresse dal mercato. Grazie anche a questi criteri d'intervento, l'Istituto di emissione ha ceduto BOT lungo tutto il mese di gennaio e in febbraio di quest'anno, e nuovamente, in misura anche maggiore, lungo quelli di aprile e maggio, evitando che le eccedenze di base monetaria stagneranno a lungo nel sistema bancario per trovare solo nel momento dell'asta un'occasione di proficuo investimento.

Siffatte innovazioni possono risparmiare agli operatori improvvisi atti di coercizione sulla base monetaria, ma non bastano purtroppo a rendere superflui altri congegni di controllo diretto del credito sperimentati in questi anni. Nonostante che tutta la gamma di detti strumenti sia oggi in vigore, rimangono consapevoli della gravità delle distorsioni che la concorrenza bancaria e l'allocatione delle risorse subiscono dall'imposizione di una misura uniforme a situazioni aziendali che sono diverse e che devono potersi evolvere secondo dinamiche distinte. Il vincolo di portafoglio

ha il duplice inconveniente di condurre all'uniformità le strutture degli attivi bancari e di spostare il collocamento dei titoli dal pubblico alle aziende di credito, con ciò esasperando il carattere di monocultura assunto dalle attività finanziarie delle imprese e delle famiglie. Il massimale, d'altra parte, produce l'effetto di congelare le quote di partecipazione delle singole aziende di credito al mercato degli impieghi bancari. La spinta all'uniformità degli attivi e la rigidità imposta alle quote di mercato degli impieghi alterano inoltre le condizioni di concorrenza sul mercato dei depositi; il loro congiunto operare può addirittura creare conflitti interni al sistema dei vincoli.

Il ritorno a più stabili equilibri negli assetti fondamentali della nostra economia permetterà di correggere le distorsioni accumulate nel corso di questi anni. Ma conviene non trascurare le occasioni di apportare qualche miglioramento al sistema dei controlli mentre esso è in vigore. Per quanto in particolare riguarda i massimali sugli impieghi bancari, nel rinnovarli per il periodo dall'aprile 1977 al marzo 1978 si è cercato di rispettare maggiormente la diversa dinamica presentata dai singoli istituti, modificando il calcolo della base di riferimento e passando da un controllo mensile a uno bimestrale.

#### **La vigilanza sull'esercizio del credito.**

La diffusione dei vincoli amministrativi all'attività creditizia è fra le condizioni che definiscono i contenuti dell'attività di vigilanza e ne hanno accresciuto l'impegno.

La legge affida all'organo di vigilanza il compito di difendere il risparmio, almeno nella sua espressione nominale, e di controllare che l'esercizio del credito avvenga nel rispetto delle norme e di quei principi che devono presiedere ad un'amministrazione economica dell'impresa bancaria. La protezione dei depositanti, in mancanza di altri strumenti, è assicurata dalla preservazione delle unità in cui si articola il sistema creditizio; essa deve essere perseguita sino al punto in cui non venga compromesso l'altro principio, quello di un'efficiente gestione aziendale.

Il perseguire gli obiettivi della stabilità e dell'efficienza del sistema creditizio, compito di per sé non facile per essere gli stessi solo parzialmente compatibili tra loro, diviene più arduo allorché esigenze più generali di politica monetaria impongono il ricorso a provvedimenti amministrativi sui flussi di credito; intrecciandosi con l'ordinaria azione di

sorveglianza sugli organismi creditizi, essi possono, nell'immediato, contribuire alla stabilità del sistema, ma finiscono con lo sviluppare effetti contrari all'efficienza.

Nei bilanci delle aziende di credito si riflette un sistema economico in preda all'inflazione: gli attivi e i passivi continuano a gonfiarsi a saggi elevatissimi se computati in termini nominali, ma molto più bassi e talora nulli o negativi se si esclude l'effetto dei prezzi. La composizione delle attività, a sua volta, è l'immagine non solo dello stratificarsi di vincoli sempre più numerosi e frequenti, ma anche del deteriorarsi della struttura finanziaria delle imprese.

La qualità degli impieghi bancari si è impoverita ogni qual volta le aziende di credito sono state poste nella condizione di dover assicurare il finanziamento delle perdite industriali, talvolta provocate da provvedimenti amministrativi che bloccano i prezzi dei prodotti a livello molto più basso dei costi di produzione. Il principio della sopravvivenza assicurata all'impresa affidata tende quindi a cercare nel credito il suo sostegno di breve periodo e nell'inflazione continuata la soluzione a più lungo termine. Ne risultano una dequalificazione dell'attività bancaria, ridotta talvolta a una forma di intervento assistenziale, e un'apparente floridezza del sistema bancario i cui bilanci si espandono e i cui conti economici pongono in luce utili in parte scritturali per il diffondersi delle posizioni incagliate. Anche se su di queste è tenuto a liquidare gli interessi, il prudente amministratore non può non provvedere ad accantonamenti precauzionali.

La responsabilità se effettuare o no il singolo finanziamento è e deve rimanere affidata, in un sistema con pluralità di centri e di livelli decisionali, all'azienda di credito; quest'ultima deve essere libera da condizionamenti impropri e, nei limiti dettati dall'interesse pubblico, non assoggettata a troppi obblighi da parte delle stesse autorità di vigilanza. Sembra quindi ingiusto addossare oggi al settore bancario la responsabilità per i finanziamenti fatti a imprese pubbliche o private che si trovano in istato di dissesto, senza tener conto dei limiti che alla discrezionalità del banchiere si sono di volta in volta posti in nome d'interessi generali o particolari, di lungo e, più spesso, di breve periodo.

Condizionamenti all'erogazione del credito potrebbero derivare a favore di alcuni gruppi di prenditori anche dal fatto che questi sono in grado di influire sulla composizione e quindi sugli atteggiamenti degli organi deliberanti delle istituzioni creditizie. In aderenza al principio sancito dalla legge bancaria che considera la funzione creditizia d'interesse pubblico, l'organo di vigilanza sta rivedendo criticamente alcuni

tipi di assetto proprietario che potrebbero, almeno potenzialmente, favorire una distribuzione di risorse creditizie in funzione di legami di gruppo. Da tali preoccupazioni discende la preferenza espressa dall'organo di vigilanza perché non s'accresca il numero delle aziende di credito direttamente o indirettamente controllate dall'industria e possibilmente lo si riduca qualora se ne presenti l'opportunità.

Anche con riferimento alla parte pubblica del sistema bancario, si nutrono analoghe apprensioni. Sembra giunto il momento di porre mano a una revisione dei meccanismi per le designazioni e per le nomine bancarie che assicuri maggiormente il rispetto dell'esigenza di difendere l'autonomia della funzione creditizia. Il mantenimento di un sistema basato sulla divisione di responsabilità richiede, entro le direttive fissate dagli organi pubblici, piena libertà per gli amministratori degli enti creditizi nell'assumere rischi, tanto più certa quanto più la designazione degli stessi ubbidisca a criteri di capacità professionale e non sia affidata alla mera discrezionalità degli organi cui spetta il potere d'indirizzo.

La difesa dell'efficienza nella parte pubblica del sistema creditizio si effettua anche evitando che la medesima persona sia chiamata a ricoprire cariche amministrative o sindacali in enti che non hanno tra loro alcun collegamento patrimoniale e soprattutto rinnovando puntualmente alla scadenza del mandato gli organi amministrativi e di controllo. Il dibattito parlamentare e quello che si svolge nella pubblica opinione hanno portato a individuare alcuni requisiti che dovrebbero essere posseduti dai candidati a ricoprire posti di responsabilità nelle istituzioni creditizie pubbliche, ma il numero delle cariche vacanti e di quelle rette in regime di *prorogatio* continua ad accrescersi. Per rendere operativo il principio della regolare ricostituzione degli organi sociali potrebbe essere attribuito all'autorità di vigilanza il compito di nominare, in via sostitutiva e temporanea, un amministratore o un controllore straordinario, qualora la *prorogatio* ecceda un predeterminato limite.

In tema di espansione territoriale delle aziende di credito e di costituzione di nuovi intermediari creditizi, l'esperienza di altri paesi mostra che una completa liberalizzazione della materia dà luogo a un aggravamento dei costi che si ripercuote sul livello dei tassi praticati alla clientela. In conformità all'indirizzo dettato dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, la vigilanza ha elaborato criteri che tengono soprattutto conto dell'esigenza di aumentare la produttività del sistema e, dove ritenuto necessario, il livello di competitività al fine di renderlo più uniforme; un maggiore posto alle esigenze di concorrenza-

lità ci viene oggi richiesto anche dalle sedi comunitarie, dove è in corso di preparazione una direttiva per il coordinamento della legislazione bancaria.

La razionalizzazione del sistema bancario nella sua articolazione territoriale richiede soprattutto una redistribuzione della rete degli sportelli la quale potrebbe avere un moderato aumento in relazione allo sviluppo economico delle singole zone e alla connessa domanda di servizi bancari e di pagamento. In quest'opera di riordino potrebbero trovare soddisfazione talune istanze, avanzate da quelle componenti del sistema bancario la cui crescita richiede il superamento di tradizionali ambiti locali o la presenza nei maggiori centri finanziari del Paese.

Per le aziende di credito, in particolare, le citate esigenze divenute ora prevalenti rispetto a quella, peraltro non trascurata, della diffusione dei servizi bancari su tutto il territorio nazionale vengono valutate sulla base di parametri quantitativi che sono impiegati nella selezione delle richieste sia di apertura di sportelli sia di costituzione di aziende di credito a carattere locale.

Particolare attenzione è stata dedicata al rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi. Nel settore del credito speciale tale azione è stata perseguita sia attraverso un maggiore equilibrio, quanto a scadenze, tra attivo e passivo degli intermediari con l'estensione a tutte le categorie di istituti dell'accesso agli strumenti di provvista a lungo termine, sia mediante l'introduzione di limiti massimi nel rapporto tra raccolta e mezzi patrimoniali. Nel settore del credito ordinario, invece, le aziende di credito sono state incoraggiate a rafforzare il proprio patrimonio, facendo da esso dipendere una maggiore autonomia operativa.

Analoga azione nel comparto degli intermediari specializzati si è estrinsecata mediante l'ampliamento della competenza territoriale, in particolare nel settore dei finanziamenti all'edilizia dove più pressanti si manifestano le istanze anche di ordine sociale, e attraverso l'alleggerimento di vincoli amministrativi.

Un passo verso la razionalizzazione del credito agevolato è stato compiuto con l'introduzione di un meccanismo di adeguamento automatico dei tassi riconosciuti agli istituti, che evita soluzioni di continuità nell'erogazione del credito e soddisfa l'esigenza delle imprese di disporre dei finanziamenti in relazione allo stato di avanzamento delle

opere. Al fine poi di ottenere con il vincolo di portafoglio il massimo effetto di sostegno degli investimenti, lo strumento dell'autorizzazione è stato utilizzato per favorire le emissioni necessarie nel breve periodo all'esecuzione degli impegni assunti dagli intermediari.

Al compito di promuovere gli indirizzi di politica monetaria e creditizia e di dare loro attuazione si accompagna quello di controllare l'esecuzione delle disposizioni e di valutare le condizioni patrimoniali, finanziarie, economiche e organizzative delle singole istituzioni creditizie. Anche se non in maniera esclusiva, questa funzione di controllo si esplica mediante un'azione ispettiva la cui finalità non può essere che quella di difendere i depositanti attraverso un attento apprezzamento dello stato e della qualità degli impieghi e in genere degli averi dell'istituzione creditizia.

Nell'esercizio dell'attività di controllo possono incidentalmente emergere fatti, che presentano profili di irregolarità penalmente sanzionabili, dei quali il Governatore è tenuto a fare rapporto all'autorità giudiziaria. L'intrinseca delicatezza della materia ha spinto l'organo di vigilanza a predisporre strutture organizzative che consentano la valutazione collegiale, al massimo livello di responsabilità tecnica e giuridica, di tutte le irregolarità di cui si viene a conoscenza nell'azione di sorveglianza. Nei casi in cui si assume la decisione di informare il magistrato, essa discende da un riscontro obiettivo tra la fattispecie e l'astratta previsione della norma penale.

I rapporti con la magistratura sono improntati ad una doverosa collaborazione; essi si estrinsecano soprattutto nella messa a disposizione di personale esperto cui i giudici intendono affidare incarichi peritali nei settori della moneta e del credito, nonché nel fornire, in relazione a procedimenti penali in corso, notizie, informazioni e dati utili ai fini di giustizia di cui l'Istituto sia in possesso.

Nello svolgimento della nostra azione di vigilanza siamo aiutati dalla leale collaborazione che soprattutto durante le ispezioni viene offerta dalle istituzioni creditizie. Un clima di fiducia reciproca e il riconoscimento delle rispettive sfere di responsabilità sono essenziali al raggiungimento degli scopi che le visite presso le aziende si prefiggono. Anche tali occasioni servono a trasmettere esperienze e innovazioni che, nonostante gli stimoli concorrenziali, non si diffondono con la necessaria speditezza, almeno fra le unità minori. E dei molti legami diretti e indiretti che la Banca centrale ha con le istituzioni creditizie lo scambio di esperienze è tra quelli che sono venuti acquistando importanza preminente negli ultimi anni.

*Signori Partecipanti,*

all'inizio di queste considerazioni ho sottolineato la diversità dei risultati che, negli anni seguiti alla crisi del petrolio, i paesi industriali hanno raggiunto nella lotta all'inflazione e nel ristabilimento dell'equilibrio esterno. Il processo attraverso il quale si è avvicinato o realizzato il conseguimento di questi due obiettivi è stato dovunque doloroso, comportando soste od arretramenti nel miglioramento del tenore di vita e nello sviluppo dell'occupazione. Da noi esso è stato anche più faticoso che altrove, svolgendosi con ritmo disuguale e nell'insieme più lento, e ciò in buona parte, ma non soltanto, a causa dell'entità del peggioramento delle ragioni di scambio con l'estero. Assunto l'equilibrio della bilancia dei pagamenti come un vincolo, il problema che il Paese ha davanti a sé per i prossimi anni, quale appare da questa sede, è quello di realizzare il controllo dell'inflazione mediante una scelta di politiche che non incida sul flusso delle risorse reali, che anzi lo accresca rispetto a quello ottenibile in presenza d'inflazione.

L'esigenza di orientare a questo fine le azioni di politica economica deriva anche dalla preminenza che esso ha assunto nella rosa di obiettivi degli altri paesi industriali. Quando la più forte economia dell'Europa occidentale punta ad iscrivere un 3 davanti alla virgola del dato che esprime l'aumento percentuale dei prezzi in ragione d'anno, noi non possiamo continuare ad iscrivervi un numero cinque volte maggiore senza pregiudicare il mantenimento della nostra apertura agli scambi internazionali, commerciali e finanziari, in un ordinato assetto di cambi.

Purtroppo, lo spazio aggiuntivo che si verrà creando nei prossimi anni dal lato del flusso delle risorse reali, per colmare il disavanzo esterno e consentire in seguito una crescente destinazione di mezzi agli usi interni, è più limitato che negli anni cinquanta e sessanta. Ciò aggiunge difficoltà al controllo dell'inflazione, perché abbassa il punto oltre il quale la domanda di incrementi nei redditi monetari da parte dei gruppi sociali non trova capienza nelle risorse addizionali disponibili per gli usi interni ed espande, quindi, l'eccesso di potere d'acquisto da assorbire con l'aumento dei prezzi.

Mentre ancora nel decennio 1964-1973, pur contrassegnato in non pochi anni da gravi difficoltà congiunturali, il tasso di sviluppo dell'economia in termini reali fu di poco inferiore al 5 per cento, negli ultimi tre anni esso è disceso al 2 per cento. Data la rigidità del costo del lavoro,

è da presumere che il perseguimento degli obiettivi di riallineare il saggio di inflazione a quello medio degli altri paesi dell'OCSE e di conseguire nelle partite correnti prima l'equilibrio e poi i saldi attivi con i quali rimborsare una parte dei prestiti esteri, non consentirà, ferme le attuali ragioni di scambio tra manufatti e materie prime, di superare nei prossimi anni tassi di sviluppo annui dell'ordine del 3 per cento.

Lo sviluppo del reddito qui prefigurato è quello consentito dal vincolo esterno; esso è inferiore a quanto sarebbe compatibile con la disponibilità dei fattori della produzione: il divario fra sviluppo effettivo previsto e sviluppo potenziale è il prezzo che occorre pagare finché non siano modificate in modo stabile la propensione all'importazione e la capacità di esportazione. La modifica di questi parametri comporta un forte impegno nelle politiche di struttura volte a risanare la finanza pubblica, a promuovere ed orientare la formazione del capitale. La loro attuazione presenta gravi difficoltà e richiede tempi necessariamente lunghi. Ma non esistono alternative coerenti con la scelta di mantenere il carattere aperto e di mercato della nostra economia, che costituisce esso stesso, per altri versi, una condizione necessaria alla innovazione e allo sviluppo.

Nella fase ora avviata di graduale riassorbimento del disavanzo esterno, le banche hanno svolto un ruolo il quale ha fatto sì che dallo scorso autunno quel disavanzo non abbia pesato né sulle riserve né sul cambio: rispetto alla fine di ottobre le riserve in valuta sono anzi aumentate di circa 2,5 miliardi di dollari.

L'afflusso di finanziamenti esteri ottenuto dal nostro sistema bancario ha svolto effetti indiretti di rilievo non minore: la creazione di lire che ne è seguita ha assicurato un ampio flusso di fondi alla sottoscrizione di buoni del Tesoro, riducendo quindi, per dato tasso d'interesse, il finanziamento monetario del disavanzo pubblico. Esso ha anche evitato che al primo impatto sui prezzi dell'aumento dell'imposizione indiretta e delle tariffe si sovrapponesse quello di uno scivolamento del cambio.

All'inizio di quest'anno, si aveva ragione di temere che in particolare dopo l'abolizione del diritto speciale si sarebbe creata sul mercato delle valute, lungo tutti i mesi primaverili, una congiuntura pericolosa, nella quale la domanda derivante dal disavanzo corrente e dalla regolazione dei debiti commerciali incorsi nei mesi precedenti avrebbe trovato alimento nella creazione di liquidità dovuta alla liberazione del deposito previo. Invece, dall'aprile il disavanzo valutario è stato finanziato più che per intero dall'indebitamento bancario all'estero, e la liquidità creata

dall'afflusso netto di valuta e dalla liberazione del deposito è stata nella maggior parte convogliata al Tesoro. Tra la fine di marzo e il 27 maggio, il portafoglio di buoni del Tesoro detenuto dalle aziende di credito e dal pubblico è aumentato di quasi seimila miliardi di lire, soprattutto per effetto delle vendite sul mercato secondario da parte del nostro Istituto, superando i 18 mila miliardi. I meccanismi di regolazione della liquidità attraverso il mercato hanno quindi manifestato una sensibile efficacia.

Da questo accostamento tra le prospettive di medio periodo e le più recenti vicende ritengo che sia legittimo trarre un invito e un riconoscimento che propongo a suggello di questa mia lettura.

Sulla strada della riconquista di equilibri finanziari più stabili, nella quale siamo impegnati, le banche hanno gettato un ponte; il ponte dell'indebitamento a breve termine che in esse s'incentra: del Tesoro e delle imprese verso le banche, delle banche verso l'estero e verso il pubblico. E' sopra l'ampiezza e sopra una sufficiente stabilità di questa struttura che si reggono la situazione monetaria esterna e quella interna del Paese. In una condizione siffatta la credibilità del sistema bancario si pone come un interesse generale prioritario, di cui ci diamo cura, ma del quale devono darsi ugualmente e massimamente cura tutti gli altri poteri che variamente concorrono a determinare la conduzione delle aziende e degli istituti di credito, l'assetto dei loro bilanci, le risultanze dei loro conti economici.

L'affidabilità di credito delle banche è anche il risultato dei loro comportamenti, dell'immagine che esse offrono. Per averla saputa conservare e sviluppare presso il pubblico e all'estero, rendendo al tempo stesso un servizio alla collettività, esse hanno bene meritato del Paese, in un momento cruciale del suo divenire.