BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1977

ANNO 1976 (LXXXIII)

CENTRO STAMPA - BANCA D'ITALIA 1977

BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1977

ANNO 1976 (LXXXIII)

CENTRO STAMPA - BANCA D'ITALIA 1977

INDICE

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

Pagina

I. – **L'economia internazionale**

Andamenti congiunturali e bilance dei pagamenti 3
La cooperazione economica e finanziaria internazionale 38

II. – **L'economia italiana**

EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E FORMAZIONE DEL REDDITO 61
La domanda interna 70
L'offerta interna 88
L'occupazione, le retribuzioni, i prezzi e la distribuzione del reddito 108
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI 146
LA FINANZA PUBBLICA 193
MERCATO MONETARIO E MERCATO FINANZIARIO
Le operazioni della banca centrale e i riflessi sui finanziamenti e sui tassi d'interesse 228
L'attività delle aziende di credito 258
Il mercato dei valori mobiliari 291
L'attività degli istituti di credito speciale 319
La formazione delle attività finanziarie e il finanziamento degli investimenti 346

III. – **Considerazioni finali** 381
La Banca 382
L'economia internazionale 384
Il cambio 390
La congiuntura 396
I problemi finanziari delle imprese 402
I tassi di interesse 407
Il finanziamento del Tesoro 410
La scelta degli strumenti di regolazione e i flussi di credito 413
La vigilanza sull'esercizio del credito 416

IV. – **L'Amministrazione e il bilancio della Banca d'Italia** 1*
RELAZIONE DEI SINDACI 35*
SITUAZIONE GENERALE E CONTO PROFITTI E PERDITE 41*
DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA 49*
APPENDICE *(in volume separato)*
Tavole statistiche 5
Note metodologiche 129
Legislazione 139
Glossario 151
Siglario 161
Indici analitici 163

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

SULL'ESERCIZIO 1976

I. - L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

(A) Andamenti congiunturali e bilance dei pagamenti

Produzione, investimenti, prezzi e occupazione.

Nel 1976 la ripresa dell'attività produttiva, iniziata nel 1975, è proseguita, consentendo il superamento della piú grave tra le recessioni post-belliche; il tasso medio d'inflazione si è ridotto in misura apprezzabile; i profitti sono aumentati, e ciò appare a un tempo indice e condizione dello svolgersi del processo di riallocazione delle risorse necessario affinché il sistema esca definitivamente dalla crisi che ha attraversato nella prima metà degli anni settanta.

Gli elementi che ridimensionano questi dati positivi e che rendono incerta la prospettiva possono essere identificati nella lentezza stessa della ripresa e nelle difficoltà che essa incontra nel trasformarsi in una espansione sostenuta dalla domanda di beni di investimento; nel persistere di un'inflazione elevata e suscettibile di nuove accelerazioni; nel riassorbimento solo parziale della disoccupazione; nella mancata attenuazione del divario tra gli andamenti delle singole economie, da cui derivano gli squilibri nelle bilance dei pagamenti e l'accumulo di debiti con l'estero ingenti e potenzialmente destabilizzanti.

La crescita del volume del prodotto nazionale lordo dei paesi dell'OCSE (tav. A 1) è stata in media pari al 5 per cento circa (— 1,2 per cento nel 1975). Nei paesi in via di sviluppo, e soprattutto nei principali paesi esportatori di petrolio, il tasso di espansione delle attività produttive è stato piú elevato di quello dell'anno precedente. Solo nei paesi socialisti si è avuto un rallentamento della crescita.

L'espansione della domanda interna ha determinato una crescita del commercio mondiale in volume dell' 11 per cento circa, che compensa largamente il risultato del 1975 (— 5 per cento) e ridimensiona alquanto i dubbi che si erano diffusi sulla capacità del commercio mondiale di continuare a sostenere l'attività economica.

Dal confronto con i precedenti cicli post-bellici risulta tuttavia che i ritmi della ripresa nei principali paesi dell'OCSE sono stati non superiori, e in molti casi inferiori, a quelli del passato, pur essendo stata la recessione del 1974-75 di gran lunga la piú acuta. Il divario rispetto al passato nella rapidità della ripresa si è determinato soprattutto nella seconda metà dell'anno allorché l'esaurirsi, piú veloce del previsto,

Tav. A 1

INDICATORI ECONOMICI PER I MAGGIORI PAESI INDUSTRIALI

(variazioni percentuali)

Paesi	Anni	Domanda (1)				Offerta (1)		Deflatore implicito del PNL	Industria manifatturiera			Disoccupazione in % forze di lavoro
		Interna			Estera	Import. di merci e servizi	Prodotto nazionale lordo		Produzione	Salari di fatto per unità di prodotto	Prezzi ingrosso	
		consumi privati	consumi pubblici	invest. fissi lordi	esport. di merci e servizi							
Italia	1974	2,5	2,9	3,5	9,8	2,1	3,9	17,7	6,4	18,4	34,4	2,9
	1975	−1,4	2,8	−13,0	3,5	−9,9	−3,5	17,3	−9,7	35,2	11,2	3,3
	1976	3,2	1,9	2,3	12,6	13,1	5,6	17,8	12,4	10,1	21,6	3,7
Belgio	1974	2,5	4,5	8,0	13,3	13,1	4,0	12,7	4,3	15,5	17,3	2,8
	1975	0,8	8,1	−3,3	−8,8	−10,0	−1,9	12,2	−10,7	15,4	6,9	4,8
	1976	3,5	4,4	−1,0	12,9	11,7	2,9	9,6	10,0	3,4	3,8	6,0
Francia	1974	2,7	2,6	1,3	10,3	4,9	2,9	11,5	2,5	14,8	29,0	2,7
	1975	3,3	2,6	−4,3	−3,7	−7,0	−1,2	14,0	−8,9	21,1	−5,7	4,1
	1976	4,3	4,5	4,0	10,5	17,1	5,0	9,6	10,1	3,8	8,2	4,0
Germania federale	1974	0,2	4,6	−8,1	13,3	4,8	0,4	6,9	−1,8	7,4	13,3	2,6
	1975	2,6	3,8	−4,2	−8,9	0,7	−3,4	8,1	−7,2	7,7	3,3	4,7
	1976	3,4	2,9	4,4	10,9	11,4	5,5	3,1	7,7	−1,5	3,5	4,7
Paesi Bassi	1974	2,5	0,5	−4,0	2,0	−1,5	3,0	8,0	1,8	15,7	10,5	3,5
	1975	3,5	2,5	−4,5	−3,5	−5,0	−2,0	11,0	−7,0	18,5	7,0	5,2
	1976	4,0	3,9	−4,0	10,5	9,9	4,0	9,0	5,9	0,5	7,0	5,4
Regno Unito . . .	1974	−0,6	3,2	−2,0	6,7	0,3	0,7	13,2	2,7	21,1	24,7	2,6
	1975	−0,7	4,7	−1,2	−3,9	−6,3	−1,5	27,9	−5,6	32,2	24,0	4,0
	1976	0,6	2,9	−4,4	6,3	5,8	0,9	15,3	1,6	12,0	16,5	5,4
Stati Uniti	1974	−1,1	1,5	−9,0	11,2	0,9	−1,7	10,0	–	9,6	22,2	5,6
	1975	1,5	1,8	−13,5	−6,8	−15,6	−1,8	9,3	−10,1	11,4	11,5	8,5
	1976	5,6	1,2	8,8	5,6	17,2	6,1	5,1	11,5	0,8	6,3	7,7
Canada	1974	4,2	7,9	5,1	−4,9	10,3	2,8	13,8	4,1	11,0	19,0	5,4
	1975	4,9	4,1	2,4	−7,1	−4,6	0,6	10,7	−4,7	13,8	11,1	6,9
	1976	6,3	1,6	1,6	12,1	7,7	4,6	9,5	4,7	10,1	5,0	7,2
Giappone	1974	1,4	4,4	−9,8	21,2	12,4	−1,3	20,7	−3,1	28,7	26,6	1,4
	1975	6,1	7,0	−3,3	4,4	−8,2	2,4	7,1	−11,0	22,3	2,3	1,9
	1976	4,4	4,4	4,4	17,1	7,9	6,3	6,8	13,7	–	5,5	2,0
Svezia	1974	4,5	3,0	1,3	4,3	13,2	4,0	8,8	5,5	17,3	23,3	2,0
	1975	2,9	5,2	−2,8	−11,2	–	0,9	14,6	−2,6	25,2	6,1	1,6
	1976	3,2	3,9	−1,6	7,3	1,7	1,5	10,0	−1,5	14,7	8,3	1,6
Svizzera	1974	−0,5	1,6	−4,2	1,0	−1,0	1,5	7,1	1,8	9,4	16,2	..
	1975	−2,9	1,4	−13,7	−6,6	−15,4	−7,4	6,6	−15,2	12,0	−1,6	0,4
	1976	−1,7	6,2	−6,3	9,3	12,3	−0,8	1,7	1,5	−1,6	−0,7	0,6

Fonte: Bollettini nazionali. Per il 1976 dati provvisori e in parte stimati.

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

della fase di ricostituzione delle scorte non ha coinciso né con politiche fiscali e monetarie piú espansive, né con una crescita degli investimenti fissi. La redistribuzione del reddito dai salari ai profitti ha contenuto la spesa per consumi privati senza impartire uno stimolo sufficiente all'accumulazione del capitale, e ha quindi determinato un effetto netto di contenimento della domanda globale. Nel secondo semestre la produzione dell'area OCSE è quindi cresciuta, rispetto al semestre precedente, a un tasso annuo di poco superiore al 3 per cento, mentre nella prima parte dell'anno l'incremento era stato del 6 per cento. Ancor piú pronunciato (dal 12 al 4 per cento) risulta il rallentamento in corso d'anno della produzione industriale, che in alcuni paesi (Germania federale, Giappone, Regno Unito) è rimasta pressoché invariata da giugno-luglio (tav. A 2).

Tav. A 2

RECENTE EVOLUZIONE DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

Paesi	1975				1976			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Italia	−1,3	−2,9	−3,2	8,3	4,4	3,6	−1,3	7,1
Francia	−3,4	−2,6	−0,9	3,6	6,1	0,8	3,3	−0,8
Germania federale	−2,8	−2,8	–	4,9	1,8	1,8	–	1,8
Regno Unito	−0,9	−4,7	−1,0	1,0	2,0	–	–	1,9
Stati Uniti	−9,5	1,0	5,7	1,8	3,5	1,7	0,8	0,8
Canada	−3,2	–	−0,8	1,7	2,5	1,6	–	–
Giappone	−7,0	2,8	1,8	0,9	5,3	5,9	0,8	0,8
TOTALE OCSE	**−6,1**	**–**	**1,9**	**2,7**	**3,5**	**1,7**	**0,8**	**1,7**

Fonte: OCSE, *Main Economic Indicators;* dati destagionalizzati.

Le politiche della domanda, dopo aver dato un notevole contributo al superamento della fase piú acuta della recessione, hanno seguíto criteri di cautela, puntando al riassorbimento degli ampi disavanzi dei bilanci statali e al consolidamento del debito pubblico, secondo una strategia di gradualità della ripresa che evitasse sia il riacutizzarsi delle tensioni inflazionistiche, sia maggiori disavanzi nei conti con l'estero.

L'andamento poco soddisfacente degli investimenti fissi è la risultante di un insieme di fattori. I larghi margini di capacità inutilizzata derivati dalla recessione sono stati riassorbiti in misura solo parziale; ancora alla

fine del 1976, la capacità produttiva utilizzata nell'industria manifatturiera era nettamente al di sotto dei livelli considerati normali, anche negli Stati Uniti e nella Germania federale (tav. A 3). D'altra parte, se il ricupero

Tav. A 3

UTILIZZO DELLE RISORSE NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI

Paesi	Tasso percentuale di utilizzo della capacità produttiva nell'industria			Tasso percentuale di disoccupazione		Disoccupati con meno di 25 anni di età (in % del totale dei disoccupati)
	1973 (media annua)	1975 (media annua)	1976 (dicembre)	1975 (nel mese di massima disoccupazione)	1976 (dicembre)	1976 (dicembre)
Stati Uniti	88	74	81	8,7	7,8	50
Giappone	100	81	87	2,2	2,0	....
Canada	....	85	85	7,3	7,5	50
Germania federale	97	83	86	5,2	4,4	29
Regno Unito	98	88	88	5,0	5,6	37
Francia	99	86	88	4,4	4,4	46
Italia	91	80	91	3,7	3,6	64

Fonti: Bollettini nazionali; Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets;* CEE, *Demographic and Social Statistics.*

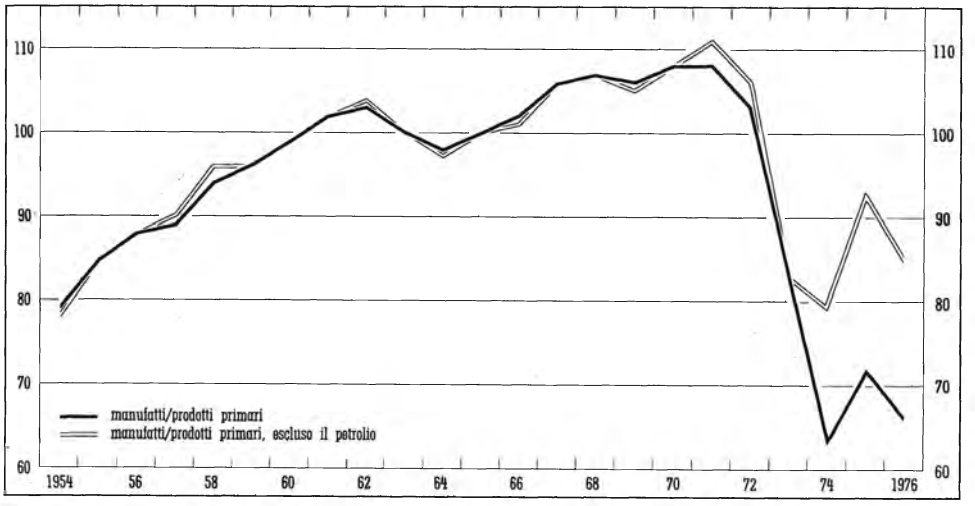
dei profitti lordi, in presenza di una relativa stabilità dei tassi reali d'interesse, può aver migliorato il rendimento netto atteso dell'investimento, i rischi dell'investire sono risultati accresciuti dalla consapevolezza di quanto le autorità monetarie e fiscali (negli stessi paesi con piú bassi saggi d'inflazione e con elevata disoccupazione) fossero determinate a impedire una dinamica della domanda che potesse comportare piú elevati tassi di crescita dei prezzi interni. La stessa necessità di effettuare investimenti volti a una riallocazione delle risorse in direzioni piú rispettose dei nuovi prezzi dei prodotti e dei fattori, se da un lato stimolava l'accumulazione, dall'altro comportava rischi elevati, in ragione dell'alta probabilità di ulteriori mutamenti dei prezzi relativi. Infine, il comportamento prudente delle imprese nell'effettuare investimenti fissi è derivato anche dai rischi piú strettamente finanziari insiti in strutture di bilancio in cui sia la quota dei debiti sia il rapporto fra passività a breve e attività a breve permangono elevati rispetto ai valori di lungo periodo, sebbene la tendenza alla loro riduzione, iniziata nel 1975, sia proseguita nel 1976.

I consumi privati sono cresciuti piú del reddito disponibile in quasi tutti i principali paesi industriali, riportando la propensione media al consumo su valori piú vicini alla tendenza di lungo periodo e compensando in taluni casi (Stati Uniti, Germania federale, Francia) la caduta che aveva avuto luogo, con inusitato andamento prociclico, nel 1974-75. Il rallentamento avvenuto in corso d'anno conferma peraltro, insieme a una elevata preferenza per la liquidità, che, esauritosi l'effetto di ricupero, i consumatori restano orientati alla prudenza, in considerazione dei rischi di disoccupazione, di diminuzione nei rendimenti sui cespiti reali e finanziari e di ulteriori aumenti dei prezzi dei beni di consumo.

Nel 1976 il tasso medio d'inflazione si è ridotto per il secondo anno consecutivo (tav. aA 1). In particolare, i prezzi al consumo nel 1974 erano saliti in media, nell'area OCSE, del 13 per cento; il loro incremento è stato dell' 11 per cento nel 1975 e dell' 8 per cento nello scorso anno. Il rallentamento dell'inflazione nel 1976 è strettamente connesso con la fase di ripresa ciclica attraversata dall'economia mondiale: gli incrementi della produttività sono stati di fatto rilevanti, soprattutto nella prima parte dell'anno, mentre la dinamica salariale è stata contenuta dall'eccesso d'offerta di lavoro derivato dalla recessione, dalla consapevolezza che i sindacati di diversi paesi hanno mostrato riguardo alla necessità di riattivare il meccanismo profitti-investimenti per creare nuovi posti di lavoro e, infine, da politiche dei redditi rivelatesi particolarmente efficaci nel Regno Unito e in Canada. Nei sette principali paesi industriali i costi del lavoro per unità di produzione manifatturiera sono cresciuti nel 1976 del 5 per cento circa (16 per cento nel 1975), mentre l'aumento dei prezzi all'ingrosso dei manufatti è stato piú elevato (tav. A 1). Ciò ha consentito un ricupero dei margini di profitto, che tuttavia non appare sufficiente a compensare la diminuzione tendenziale iniziata negli ultimi anni sessanta. Il rallentamento dell'inflazione mondiale è stato altresí favorito dalla relativa stabilità delle ragioni di scambio tra manufatti e prodotti primari, che si sono modificate solo leggermente a favore di questi ultimi (fig. A 1).

La tendenza generale all'aumento dei prezzi appare, tuttavia, ancora saldamente radicata nel sistema e nelle aspettative degli operatori. Il tasso d'inflazione del 1976 è pur sempre piú che doppio rispetto a quello medio del periodo 1962-1972. I saggi d'interesse a lungo termine sono rimasti pressoché invariati su livelli elevati, che continuano a

Fig. A 1



Ragioni di scambio internazionali tra manufatti e prodotti primari

Fonte: ONU, *Monthly Bulletin of Statistics*

scontare aspettative di inflazione sostenuta. Gli attuali prezzi relativi interni, e le ragioni di scambio internazionali tra prodotti primari e manufatti, potrebbero non essere ancora su livelli di equilibrio di lungo periodo. Le loro ulteriori modificazioni eserciterebbero nuove pressioni sui livelli dei prezzi, in mercati che appaiono sempre piú lontani dal tipo concorrenziale.

La situazione strutturale di relativa scarsità di lavoro determinatasi a partire dagli ultimi anni sessanta è stata avviata al superamento da processi di riorganizzazione della produzione e di sostituzione di capitale a lavoro. Tali processi, tuttavia, sono di necessità discontinui e difficilmente graduabili. Inoltre, sia il mercato sia le politiche del lavoro incontrano crescenti difficoltà nel rendere compatibili i mutamenti nella composizione dell'offerta con quelli della domanda, essendo i primi sempre piú determinati da fattori socio-istituzionali di grande complessità e operanti con forti inerzie, e dipendendo i secondi da sviluppi delle tecniche notevolmente piú rapidi. I termini dell'alternativa inflazione-disoccupazione appaiono quindi di sempre piú complessa valutazione, rendendo difficile attuare la politica (verso cui i diversi paesi si sono orientati anche dietro sollecitazione degli organismi internazionali e che non hanno modificato neanche di fronte al rallentamento dell'attività produttiva nella seconda metà del 1976) volta a graduare con prudenza la dinamica della domanda globale al fine di riassorbire, senza costi eccessivi per l'occupazione, le spinte inflazionistiche.

Nel 1976 il numero dei lavoratori occupati è aumentato in tutti i principali paesi industriali, ad eccezione della Germania federale e del Regno Unito, dopo la pressoché generale diminuzione registrata nel 1975. Inoltre, in diversi paesi i tassi di partecipazione della forza lavoro sono diminuiti o sono rimasti stazionari. Nonostante ciò, a fine 1976 il numero dei disoccupati era stimabile nell'intera area OCSE in 15,1 milioni (di cui 7,1 negli Stati Uniti e 5,3 in Europa), risultando pressoché invariato rispetto alla punta ciclica dell'ottobre 1975. I disoccupati giovani (al di sotto dei 25 anni d'età) erano nel complesso circa 7 milioni (45 per cento del totale dei disoccupati) (tav. A 3). La lentezza della ripresa, il sostenuto incremento ciclico della produttività e la modestia degli investimenti fissi hanno sommato i loro effetti negativi sull'occupazione a quelli determinati da fattori piú strutturali, quali l'aumento della cosiddetta disoccupazione « volontaria » e il tendenziale carattere sostitutivo di lavoro dei nuovi investimenti e del progresso tecnico.

Le politiche monetarie.

Le politiche monetarie hanno seguíto nei principali paesi industriali linee di relativa cautela, ai fini della difesa dei tassi di cambio e in considerazione degli elevati livelli d'inflazione. Anche gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone si sono orientati verso una crescita monetaria moderata, soprattutto dopo i primi mesi del 1976. Si è cosí avuta una progressiva riduzione degli stimoli monetari in parallelo con l'apparente consolidarsi della ripresa.

La prudenza riscontrata nelle politiche monetarie è stata accompagnata da una limitata articolazione negli strumenti utilizzati per il raggiungimento degli obiettivi.

Si è fatto ampio e quasi esclusivo uso di normali operazioni di mercato aperto e di interventi sul canale estero della creazione monetaria, sebbene condizioni particolari abbiano imposto, in alcuni paesi, il ricorso anche a misure dirette di restrizione. In particolare in Francia i massimali sul credito sono divenuti piú rigidi; la Deutsche Bundesbank ha accentrato presso di sé le disponibilità monetarie degli enti pubblici in essere presso il sistema bancario; il Regno Unito ha reintrodotto lo schema di deposito speciale suppletivo *(corset)* imponendo un limite allo sviluppo delle passività bancarie fruttifere. I tassi di sconto sono aumentati nei paesi caratterizzati da disavanzi di bilancia dei pagamenti, mentre altrove sono rimasti invariati o sono lievemente diminuiti (tav. aA 4).

Tav. A 4

CANALI DI CREAZIONE MONETARIA NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI

Paesi		Contributo percentuale di:		
		Estero	Settore pubblico	Settore privato
Francia	1970	12,8	−2,8	90,0
	1971	16,5	4,8	78,7
	1972	1,8	−3,1	101,3
	1973	4,8	−12,6	107,7
	1974	−11,2	18,3	93,5
	1975	35,4	15,9	48,7
	1976	−18,9	20,3	98,6
Germania federale	1970	25,0	2,1	72,9
	1971	8,4	8,1	83,5
	1972	11,6	7,0	81,4
	1973	23,3	5,8	70,9
	1974	4,6	29,3	66,2
	1975	18,8	49,4	32,0
	1976	1,1	33,9	64,9
Giappone	1970	5,9	1,9	42,2
	1971	14,5	−2,7	88,2
	1972	7,4	3,6	89,0
	1973	−23,6	−3,6	127,2
	1974	−14,6	17,9	96,7
	1975	−4,2	31,5	72,7
	1976	3,7	23,8	72,4
Stati Uniti	1970	14,3	53,1	32,6
	1971	6,0	46,1	47,9
	1972	0,3	19,2	80,5
	1973	−0,9	16,8	84,1
	1974	−10,2	24,3	85,9
	1975	20,6	95,6	−16,1
	1976	11,1	56,2	32,7
Regno Unito	1970	42,3	−12,2	69,8
	1971	77,5	−39,5	61,9
	1972	−15,7	12,6	103,2
	1973	−12,1	23,7	88,4
	1974	−49,3	54,1	95,2
	1975	3,5	99,5	−3,0
	1976	−40,6	73,9	66,7
Canada	1970	46,5	15,8	37,6
	1971	−10,4	−4,1	114,5
	1972	−6,6	6,8	99,6
	1973	1,1	19,2	79,8
	1974	13,5	−4,2	90,7
	1975	−7,4	28,8	78,5
	1976	7,9	11,7	80,4

Fonti: OCSE, *Economic Outlock*, dicembre 1976; FMI, *International Financial Statistics*; bollettini nazionali.

L'analisi del diverso contributo degli operatori (Estero, Stato, Economia) alla variazione della quantità di moneta (tav. A 4) mostra, per il 1976, una tendenza al riassorbimento dei disavanzi del settore pubblico, i quali erano notevolmente cresciuti nel 1975 per compensare la flessione dell'apporto del settore privato e per rilanciare l'attività economica. Viene cosí messa in luce un'importante caratteristica della fase di ripresa attualmente in corso rispetto a quella del ciclo precedente (1971-72): mentre allora fu notevole l'apporto della domanda privata, nel 1975-76 l'uscita dalla recessione è stata consentita da una dilatazione dei disavanzi pubblici, in presenza di un'accentuata debolezza della spesa privata e quindi della domanda di prestiti delle imprese e delle famiglie. Pur avendo il settore pubblico ridotto, nel 1976, il proprio contributo alla creazione monetaria, non vi è stato un ritorno agli assetti antecedenti la crisi. Ciò è particolarmente evidente nel caso del Giappone che, invertendo una tendenza di lungo periodo, presenta dal 1975 un disavanzo finanziario del settore pubblico superiore a quello delle imprese. In corso d'anno, il ruolo del settore Estero è stato particolarmente importante, anche se di segno opposto, nel Regno Unito, in Francia e nella Germania federale. Il Regno Unito e la Francia hanno risentito di attacchi speculativi contro le proprie monete, con conseguenti deflussi di fondi, mentre nella Germania federale, a partire dall'estate, sono stati effettuati interventi a sostegno delle valute piú deboli del serpente comunitario, in presenza di massicci afflussi di valuta estera, i cui effetti sulla liquidità interna sono stati successivamente compensati con vendite di titoli da parte della banca centrale.

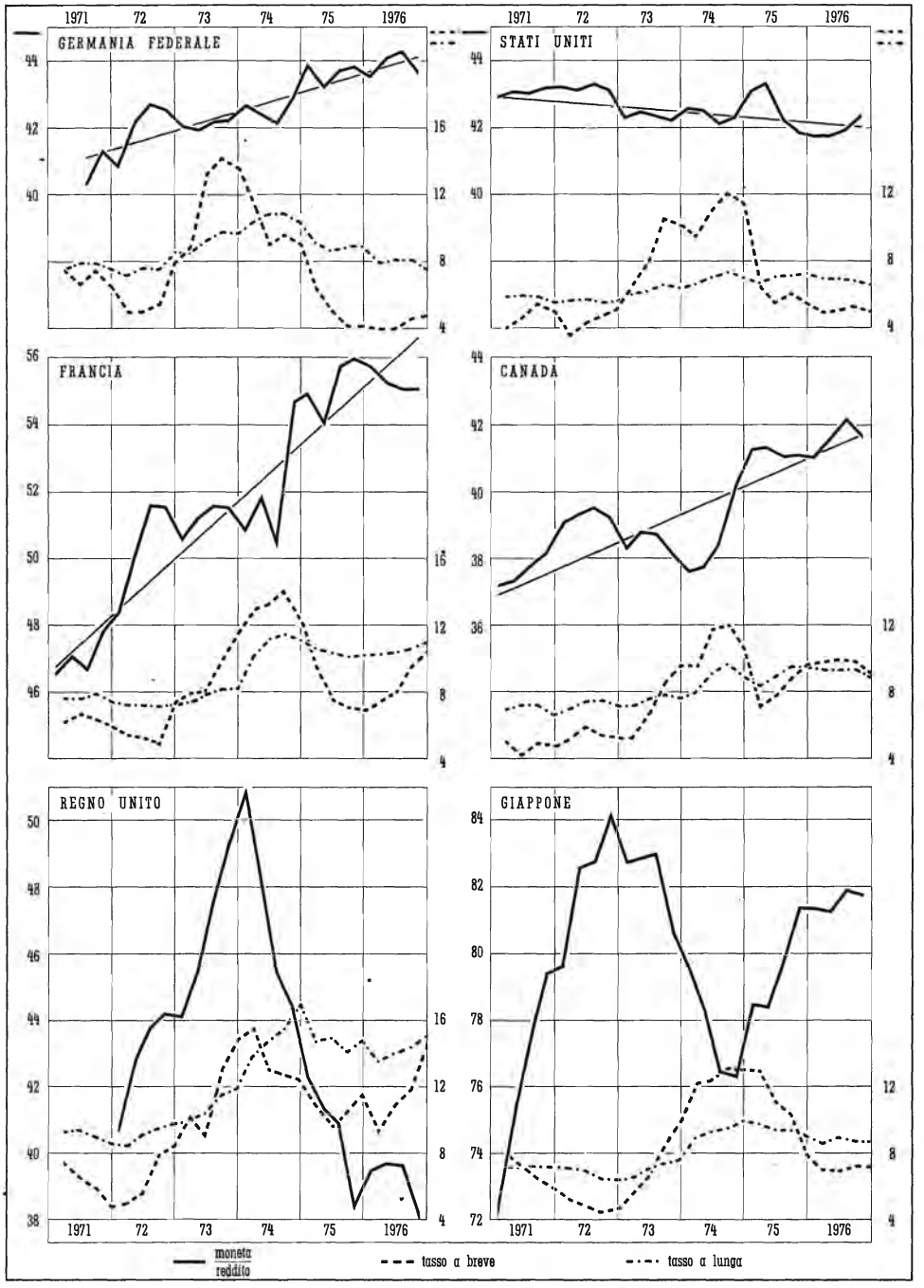
Si è consolidata, e ulteriormente diffusa, la prassi di predeterminare e di dichiarare obiettivi quantitativi di crescita degli aggregati monetari. Tale politica è stata motivata dal fine prioritario di contenere i tassi d'inflazione e i disavanzi delle bilance dei pagamenti, pur essendo di per sé insufficiente a risolvere i complessi problemi posti da una crisi causata da squilibri settoriali e da forti variazioni nei prezzi relativi.

Tra i paesi che seguono, con vario grado di successo, tale indirizzo, esistono difformità quanto al tipo di aggregato controllato e al modo di esercitare il controllo. Gli Stati Uniti rivedono periodicamente, a seconda dell'andamento dell'attività economica, gli intervalli di crescita fissati per M_1, M_2, M_3; il Canada fa altrettanto riguardo allo sviluppo di M_1; la Germania federale predetermina rigidamente il tasso annuo di espansione della « moneta della banca centrale »; la Francia controlla normativamente l'attivo del sistema bancario, ossia la controparte di M_2; il Regno Unito si è recentemente orientato verso il controllo dell'espansione del credito all'interno, secondo quanto concordato con il Fondo monetario internazionale.

Le conseguenze sulla dinamica dell'offerta di moneta della linea seguíta dalle autorità monetarie emergono dal confronto dell'espansione degli aggregati monetari con quella della produzione. Nel 1976 il tasso d'incremento della quantità aggregata di moneta (M_1), per il complesso dei principali paesi industriali, è stato pari all' 8 per cento circa, registrando inoltre una flessione progressiva nel corso dell'anno, mentre il prodotto nazionale lordo è aumentato, in termini nominali, del 12 per cento. Nella fase di ripresa ciclica del 1971-72 i tassi annui di espansione della quantità aggregata di moneta si erano invece mantenuti lievemente al di sopra di quelli del reddito nominale (11 per cento circa, contro il 10 per cento). Analoghe indicazioni si desumono dal confronto per singoli paesi, effettuato con aggregati monetari piú ampi. I rapporti tra la quantità di moneta e il reddito nazionale hanno presentato, nel 1976 e rispetto alla fase di espansione del ciclo precedente, diminuzioni anziché aumenti (Giappone e Regno Unito) e scostamenti dalla tendenza di medio periodo negativi invece che positivi (Francia e Stati Uniti) o, se positivi, nettamente inferiori (Canada e Germania federale) (fig. A 2). Rispetto agli andamenti del 1975, le conseguenze dell'indirizzo restrittivo seguíto dalla Francia e dal Regno Unito risultano evidenti soprattutto negli ultimi mesi del 1976, mentre negli altri paesi non si registrano ulteriori impulsi espansivi dopo quelli emersi fra la fine del 1974 e la prima metà del 1975.

I tassi nominali d'interesse, soprattutto quelli a lungo termine, si sono conseguentemente mantenuti elevati e, eccetto che nella Germania federale, hanno superato i livelli raggiunti nella fase di ripresa precedente (fig. A 2 e tavv. aA 5 e aA 6). Un andamento particolare ha contraddistinto l'evoluzione dei tassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Il miglioramento nelle strutture finanziarie delle imprese è stato particolarmente accentuato negli Stati Uniti; oltre alle accresciute possibilità di autofinanziamento, il ricorso al mercato obbligazionario è stato notevole e i fondi ottenuti sono stati in parte utilizzati per ridurre l'elevato indebitamento delle imprese nei confronti del sistema bancario. Quest'ultimo aspetto spiega perché il divario tra i tassi a breve e a lungo termine è stato cosí ampio e persistente rispetto alle precedenti fasi cicliche. Nel Regno Unito i tassi, in ascesa a partire dal primo trimestre del 1976, hanno raggiunto un massimo nell'ottobre, per iniziare una discesa particolarmente rapida nei mesi piú recenti. Le politiche di stabilizzazione intraprese a fine anno e i finanziamenti ottenuti all'estero hanno contribuito a instaurare un « circolo virtuoso » che ha consentito di finanziare il disavanzo del settore pubblico (tuttora di

Fig. A 2



Rapporti moneta/reddito e tassi d'interesse nei principali paesi industriali (1)

Fonti: Bollettini nazionali e OCSE, *Financial Statistics*

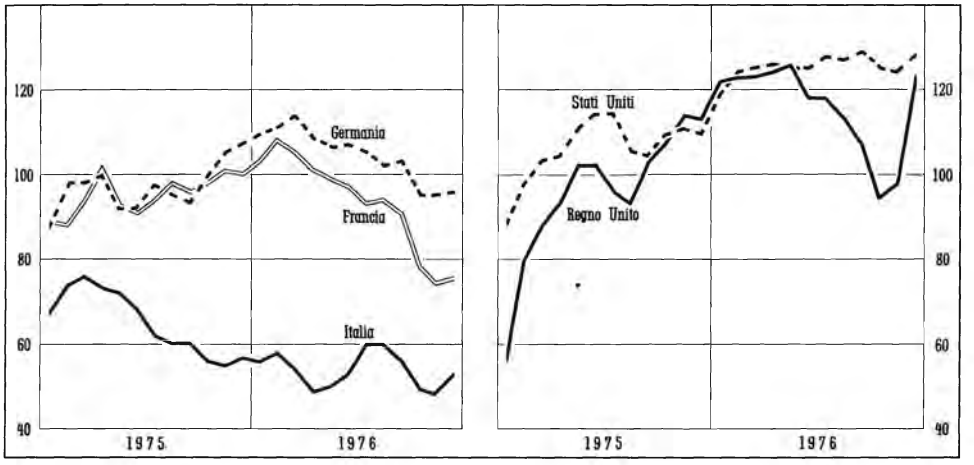
(1) I dati (trimestrali) relativi alla qualità di moneta (M2; M3 per il Regno Unito e la Germania federale) e al reddito nominale sono destagionalizzati.

notevole ampiezza) con un massiccio collocamento di titoli presso il settore privato dell'economia. Le aspettative d'inflazione si sono infatti ridimensionate, mentre la Banca d'Inghilterra, effettuando autonome riduzioni del *minimum lending rate* in febbraio e in marzo, ha offerto al mercato chiare indicazioni di accettare una graduale diminuzione dei tassi d'interesse.

La spesa privata non sembra aver ricevuto, soprattutto nel secondo semestre del 1976, stimoli rilevanti dal lato delle sue determinanti finanziarie.

I consumi privati, dopo l'accentuata caduta registrata nella fase recessiva, hanno mostrato una ripresa, sebbene il ritmo di aumento non sia stato particolarmente sostenuto, in specie nel comparto dei beni durevoli. Il settore famiglie era pervenuto a posizioni di elevata liquidità già dagli inizi del 1976. Inoltre, la stabilità dei tassi d'interesse e dei corsi obbligazionari si è accompagnata, nei paesi piú sviluppati in cui è piú intenso l'effetto della ricchezza finanziaria sui consumi privati, a una flessione o a un'analoga stabilità dei corsi azionari (fig. A 3). L'andamento dei consumi privati, quindi, è stato soprattutto dovuto alle variabili reali esaminate nel paragrafo precedente.

Fig. A 3



Corsi azionari nei principali paesi industriali
(indici 1970 = 100)

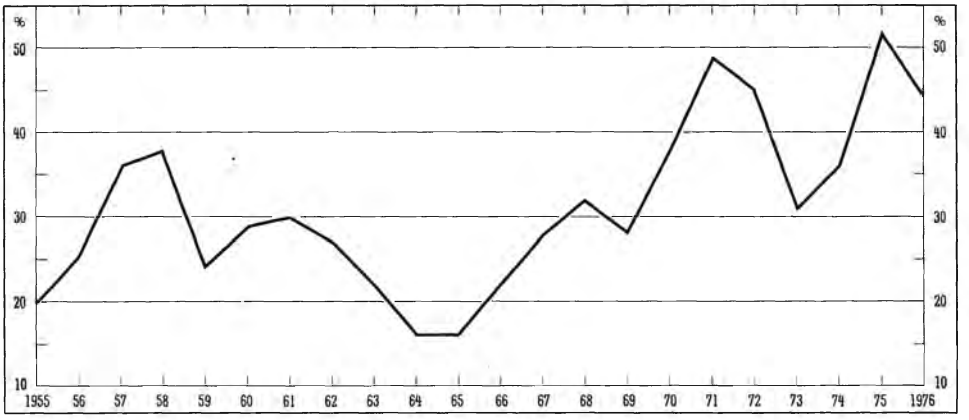
Fonte: Bollettini nazionali

Una causa importante delle lentezze riscontrate nella ripresa degli investimenti si ricollega agli effetti dell'incertezza sulle scelte imprenditoriali. Le difficoltà di prevedere l'andamento dei prezzi relativi dei prodotti e del costo del lavoro hanno esercitato un'azione frenante sugli

impulsi a investire, nonostante l'aspettativa, di breve periodo, di piú elevati tassi di profitto e di autofinanziamento.

Una conferma di tale ipotesi è fornita dalla figura A 4, che riproduce, per gli Stati Uniti, l'andamento del differenziale tra il rendimento di titoli a rischio elevato e quello di titoli considerati sicuri. I divari tra i due rendimenti sono crescenti in periodi di recessione e decrescenti in periodi di espansione, fino al 1964-65. Da allora ha inizio una netta tendenza verso rischi crescenti, e quindi maggiori difficoltà d'investimento, anche in periodi, come il 1976, congiunturalmente favorevoli e in un'economia, come quella statunitense, che è caratterizzata da una maggiore solidità.

Fig. A 4



Struttura dei tassi di interesse, secondo il rischio, negli Stati Uniti (1)

Fonte: *Federal Reserve Bulletin*

(1) Differenziale tra il rendimento dei *corporate bonds Baa* e quello dei *government bonds* in percentuale di quest'ultimo.

I rischi finanziari, d'altra parte, non sono del tutto scomparsi, anche se i bilanci delle imprese hanno registrato, nel 1976, un miglioramento. Il processo di consolidamento, che era iniziato nel 1975 invertendo la tendenza al deterioramento delle strutture finanziarie in atto dagli ultimi anni sessanta, resta incompleto a causa della situazione iniziale di notevole squilibrio, e in particolare di indebitamento, e del fatto che le politiche monetarie non hanno offerto tutto il contributo necessario. Il rafforzamento dei bilanci che è comunque avvenuto ha assunto le forme di un minor ricorso delle imprese a fonti esterne di finanziamento; del concentrarsi di tale ricorso sulle piú lunghe scadenze e soprattutto sulle emissioni azionarie; di un aumento del rapporto tra attività e passività a breve termine.

Le imprese della Germania federale e degli Stati Uniti sono riuscite, piú di quelle degli altri paesi, nell'opera di risanamento delle situazioni aziendali, sostituendo i fondi presi in prestito con mezzi propri e mutando, a favore del-

l'indebitamento a piú lungo termine, la composizione del proprio passivo. Anche il Canada e il Regno Unito hanno segnato progressi in tal senso, sebbene di dimensioni piú limitate; il Giappone ha notevolmente migliorato la composizione dell'indebitamento a favore di quello a lungo termine mentre il ricorso al mercato azionario non ha mostrato una dinamica significativa, ma ciò è collegato a motivi strutturali che rendono poco diffusa, in questo paese, la partecipazione azionaria al capitale d'impresa.

La struttura dei tassi nominali d'interesse si è mantenuta, nel 1976, coerente con l'orientamento dei singoli paesi volto a favorire o a scoraggiare i movimenti di capitali. L'obiettivo di pervenire a un equilibrio nei tassi reali d'interesse si è riflesso in un ampliamento del divario tra i tassi nominali, che permangono notevolmente piú elevati in Italia, nel Regno Unito e in Francia. Si è avuto quindi un discreto grado di armonizzazione nelle politiche monetarie riguardo all'equilibrio esterno, anche se le notevoli divergenze economico-finanziarie esistenti tra i vari paesi hanno impedito, soprattutto dopo la prima metà del 1976, un pieno successo dell'azione delle autorità monetarie. I momenti di maggiore crisi, dal lato dei tassi di cambio, si sono avuti nel primo quadrimestre in Italia, e successivamente nel Regno Unito e in Francia; le autorità monetarie di questi paesi hanno reagito innalzando il differenziale rispetto ai tassi dei paesi concorrenti, mantenuti, soprattutto nella prima metà del 1976, su posizioni di relativa stabilità.

Il commercio internazionale, le bilance di parte corrente e i movimenti di capitali a medio e a lungo termine.

Nel 1976 il commercio mondiale ha presentato un incremento molto sostenuto e i prezzi internazionali sono stati sostanzialmente stabili. Dopo il calo in volume degli scambi di merci (5 per cento) nel 1975, si è tornati a un tasso di crescita (11 per cento) superiore alla media di lungo periodo, mentre l'indice dei prezzi internazionali in dollari, che aveva presentato tassi di aumento molto elevati nella prima metà degli anni settanta, è salito del 3 per cento circa. La modesta dinamica dei prezzi è dovuta all'apprezzamento del dollaro sui mercati internazionali, ma riflette anche il rallentamento dell'inflazione interna ed è indicativa di un ritorno alla tendenza, tipica degli anni sessanta, dei prezzi all'esportazione ad aumentare a un tasso inferiore a quello dei prezzi interni (tav. aA 1). In particolare, i prezzi in dollari dei manufatti sono rimasti quasi immutati, mentre quelli dei prodotti primari

sono saliti a tassi piú elevati, annullando in parte il ricupero dei prezzi relativi dei manufatti avvenuto nel 1975 (fig. A 1).

All'espansione degli scambi internazionali hanno notevolmente contribuito un'accumulazione di scorte concentrata nel tempo e la sincronia ciclica delle economie industriali; nella seconda metà dell'anno l'espansione degli scambi è rallentata e, in particolare, il tasso di incremento delle esportazioni dei paesi sviluppati si è quasi dimezzato.

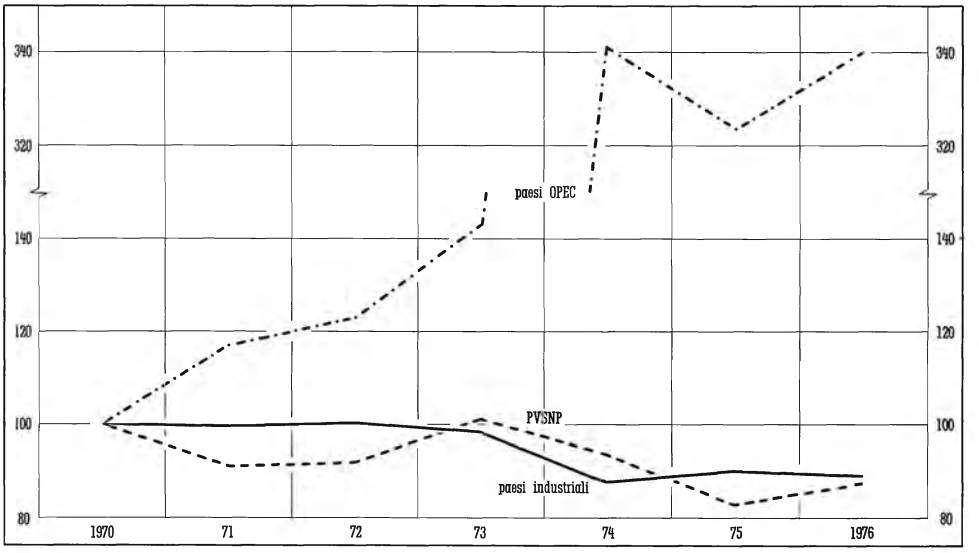
Negli anni settanta il rapporto commercio/reddito ha presentato una variabilità elevata e crescente che è ancor piú accentuata per gli scambi tra paesi sviluppati e che è dovuta all'eccezionale ampiezza delle fluttuazioni che hanno caratterizzato questo periodo. Essa riflette, tuttavia, anche l'incertezza degli operatori di fronte all'instabilità dei cambi e quella concernente l'inflazione e le ragioni di scambio tra manufatti e prodotti primari (con prevalenti effetti sul ciclo delle scorte). L'integrazione economica rischia cosí di introdurre, soprattutto nei sistemi piú aperti al commercio internazionale, elementi di amplificazione delle fluttuazioni.

Le esportazioni complessive dei paesi dell'OCSE hanno presentato un tasso di incremento in termini reali inferiore a quello delle importazioni (11 per cento contro 13,5); le ragioni di scambio essendo peggiorate, il disavanzo commerciale dell'area si è nuovamente aggravato, sia pure senza tornare ai livelli del 1974. Il tasso di crescita delle importazioni dei paesi petroliferi è passato da un valore del 40 per cento, assolutamente eccezionale, nel biennio 1974-75 al 17 nel 1976. Le importazioni degli altri paesi in via di sviluppo, frenate dall'indebitamento esterno, sono rimaste stazionarie per il secondo anno consecutivo. Anche la domanda proveniente dai paesi socialisti, che aveva fornito, soprattutto nel 1975, un sostegno considerevole agli scambi mondiali, è passata da un tasso di aumento del 22 per cento a uno del 5 per cento nel 1976, per le crescenti difficoltà di bilancia dei pagamenti di questi paesi.

Con la ripresa economica dei paesi industrializzati si sono aggravati gli squilibri di parte corrente dei paesi dell'OPEC e dell'OCSE: l'avanzo dei paesi dell'OPEC è stato di 46 miliardi di dollari (contro 31 nel 1975 e 59,5 nel 1974) e il disavanzo di quelli dell'OCSE è ammontato a 24 miliardi (contro 6,5 nel 1975 e 33 nel 1974). Le partite correnti delle altre maggiori aree del mondo hanno invece registrato una diminuzione del disavanzo rispetto al 1975, da ricollegare all'effetto trainante della ripresa nell'area OCSE: il disavanzo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è infatti sceso,

grazie anche al miglioramento nelle ragioni di scambio (fig. A 5), da 32,5 miliardi di dollari nel 1975 a 24 nel 1976, mentre quello del gruppo di tutti gli altri paesi (costituito principalmente dai paesi a economia pianificata) è diminuito da 14 a 12,5 miliardi.

Fig. A 5



Ragioni di scambio delle aree geografiche
(indici 1970 = 100)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook. Statistical Summary*, marzo 1977

Gli andamenti per grandi gruppi di paesi nascondono tuttavia notevoli differenze all'interno di ogni singola area; per quanto riguarda l'OPEC i maggiori avanzi del 1976 sono concentrati nei cosiddetti paesi a basso assorbimento: Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Libia, Oman, Qatar. Analogamente, all'interno dell'OCSE occorre distinguere da un lato il gruppo costituito da Germania federale, Paesi Bassi, Svizzera e Giappone, che avevano nel 1975 un avanzo corrente di 7,2 miliardi di dollari e che nel 1976, pur essendo in fase di ripresa economica, lo hanno quasi raddoppiato; dall'altro lato tutti i rimanenti paesi dell'OCSE, esclusi gli Stati Uniti, che da un disavanzo di 25,5 miliardi nel 1975 sono pervenuti a uno di 36,0 nel 1976. Gli Stati Uniti, a loro volta, sono passati da un avanzo di 11,8 miliardi nel 1975 a un lieve deficit.

Le cifre sopra riportate pongono in risalto l'esistenza di due gruppi di paesi in avanzo — i paesi a basso assorbimento dell'OPEC e quattro paesi « forti » dell'OCSE — ai quali si contrappongono i paesi industriali con posizione esterna debole, i paesi in via di sviluppo non petroliferi e i paesi a economia pianificata.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti di parte corrente nel 1976 confermano che il superamento degli squilibri determinati dalla diversa misura in cui le singole economie sono state interessate dai grandi mutamenti dei prezzi relativi dei prodotti negli anni settanta, pur essendo in corso, si svolge con notevole lentezza. I processi di sostituzione dei prodotti, soprattutto primari, che sono divenuti piú costosi e di cui la maggioranza dei paesi industriali è strutturalmente importatrice, non possono essere che graduali; d'altra parte permane l'incapacità dei paesi produttori di risorse primarie di redistribuire al loro interno l'accresciuta capacità di spesa, cosí da offrire un adeguato sostegno alle esportazioni dei paesi industriali con piú gravi disavanzi.

In particolare, secondo le piú recenti previsioni l'avanzo di parte corrente dell'area OPEC dovrebbe perdurare almeno fino alla metà degli anni ottanta. Il disavanzo petrolifero delle aree importatrici, quindi, non può essere ridotto che molto gradualmente e dovrà essere opportunamente finanziato per evitare impulsi deflazionistici generalizzati. Non altrettanto si può dire degli avanzi dei paesi « forti » dell'OCSE, che possono essere ridotti anche nel breve periodo, mediante politiche piú espansive e un apprezzamento dei tassi di cambio, facilitando cosí l'aggiustamento dei paesi «deboli » dell'OCSE e delle altre aree mondiali. E' quindi necessario e urgente sviluppare la cooperazione economica internazionale ricercando un accordo su un'equa e simmetrica distribuzione dell'onere dell'aggiustamento degli squilibri correnti nell'ambito dell'area OCSE.

I paesi industriali colpiti dalla crisi petrolifera hanno reagito secondo modalità diverse all'esigenza di superare le difficoltà di bilancia corrente (oltreché piú in generale di contenere l'inflazione).

Incrementi della produttività. — Negli ultimi anni la produttività è stata influenzata da fattori ciclici di grande portata; nel lungo periodo, tuttavia, le sue tendenze sono collegabili alla dinamica degli investimenti. La Germania federale e il Giappone hanno costantemente presentato i piú alti rapporti investimenti/reddito e, anche per questa via, una maggiore solidità nella bilancia dei pagamenti.

La tendenza delle oscillazioni della produttività ad associarsi a quelle della produzione si è confermata nel periodo 1974-76. L'ampiezza delle oscillazioni è risultata particolarmente pronunciata per l'Italia nel biennio 1975-76, mentre nella Germania federale l'abbassamento del tasso di crescita della produttività nella fase di recessione è stato il meno accentuato.

Le oscillazioni della produttività, e conseguentemente della quota dei profitti sul reddito, attraverso la dinamica degli investimenti, hanno avuto effetti di medio e di lungo periodo oltreché di breve. La tendenza alla diminuzione del rapporto tra gli investimenti complessivi e il prodotto nazionale si è invertita nel 1976 solo nei paesi in cui la produttività ha mostrato un andamento meno instabile, cioè negli Stati Uniti, nella Germania federale e nel Giappone.

Politiche dei redditi. — Il deprezzamento del tasso di cambio si è rivelato incapace di compensare, al di là del breve periodo, i differenziali tra i tassi d'inflazione, inducendo alcuni paesi ad accrescere la competitività attraverso riduzioni proporzionali del tasso d'incremento dei salari e dei prezzi.

Il Regno Unito ha attuato dall'estate del 1975 una politica dei redditi particolarmente efficace, sebbene l'andamento mediocre della produttività abbia consentito di ridurre solo parzialmente il divario dei costi rispetto ai principali paesi concorrenti. Una politica dei redditi è stata intrapresa anche dal Canada e, a fine 1976, dalla Francia attraverso il cosiddetto Piano Barre. In Giappone il successo di una politica di controllo delle tensioni salariali è stato ottenuto senza il ricorso a una formale politica dei redditi ed è stato favorito dai nuovi orientamenti della politica economica giapponese, tesa alla sostituzione degli investimenti sociali a quelli piú direttamente produttivi.

Mutamenti nella distribuzione del reddito a favore dei profitti. — La ripresa dei margini di profitto, iniziata già nella seconda metà del 1975, ha determinato effetti positivi sulle bilance correnti, frenando, nel breve periodo, le importazioni e ponendo una delle condizioni necessarie all'aumento degli investimenti e quindi della produttività. Ciò è avvenuto soprattutto negli Stati Uniti (dove la quota dei profitti lordi delle società è tornata al livello degli anni sessanta), nella Germania federale e in Giappone.

Riduzioni del tasso di sviluppo. — In Giappone nel 1974 il disavanzo petrolifero di quasi 13 miliardi di dollari aveva causato un passivo di parte corrente di 4,7 miliardi, dopo un attivo medio annuo di 3,5 nel 1970-73. Dopo un biennio di ristagno il tasso di sviluppo del 1976 si è quasi dimezzato rispetto alla precedente tendenza di lungo periodo: una decelerazione nella crescita è stata esplicitamente inclusa nei recenti programmi a medio termine. La severità della politica restrittiva ha notevolmente contribuito a ridurre il disavanzo corrente a solo 0,7 miliardi nel 1975 e a trasformarlo l'anno successivo in un attivo di 3,7.

Nel Regno Unito, di fronte al grave disavanzo corrente del 1974, si è seguíta una politica di freno allo sviluppo, mantenuta anche quando le altre economie industriali riprendevano a crescere a ritmi sostenuti (nel 1976 il prodotto interno lordo aumentava nel Regno Unito dell'1 per cento, contro il 5,5 della media dei principali paesi OCSE), pur potendo l'economia britannica contare su un miglioramento dei conti con l'estero nel piú lungo periodo grazie allo sfruttamento del petrolio del Mare del Nord.

L'inflazione e gli effetti sui conti con l'estero della « tassa » petrolifera hanno imposto restrizioni dell'attività economica superiori alla media anche nella maggior parte dei piccoli paesi dell'OCSE.

Ristrutturazione delle esportazioni e politiche di riduzione o sostituzione delle importazioni. — Il potere d'acquisto destinato a concentrarsi anche in futuro nei paesi dell'OPEC ha indotto tutti i paesi dell'OCSE a indirizzare verso quest'ultima area i propri sforzi di esportazione (tav. A 5). Diversa è stata, tuttavia, la capacità di penetrazione sui mercati dell'OPEC dei vari paesi sviluppati: all'eccezionale guadagno di quota della Germania federale e ai leggeri aumenti degli Stati Uniti e del Giappone corrispondono la caduta di quota del Regno Unito e quelle piú modeste, dei Paesi Bassi e della Francia; la quota italiana è rimasta pressoché immutata.

Quanto alle politiche dirette ad adeguare la struttura merceologica delle esportazioni alle disponibilità e ai prezzi relativi dei fattori, attuali e potenziali, va rilevato che nella Germania federale e in Giappone, alla luce dei recenti andamenti del mercato del lavoro e della concorrenza dei paesi semi-industriali nel campo delle produzioni manifatturiere tradizionali, le imprese hanno avviato una sistematica riallocazione delle risorse nell'industria, con spostamento nei

paesi in fase di industrializzazione, attraverso investimenti diretti, delle lavorazioni a maggiore intensità di lavoro e la concentrazione dell'attività interna su prodotti a maggior contenuto di capitale e tecnologia.

Tav. A 5

ESPORTAZIONI TOTALI DEI PAESI OCSE VERSO L'AREA OPEC

Paesi	Valore in milioni di dollari				Quota % sulle esportazioni totali del paese				Quota % del paese sul mercato OPEC			
	Media 1971 1973	1974	1975	1976 (1)	Media 1971 1973	1974	1975	1976 (1)	Media 1971 1973	1974	1975	1976 (1)
Canada	276	556	742	784	1,3	1,6	2,2	2,0	2,2	2,0	1,6	1,5
Stati Uniti	3.072	7.034	11.189	12.907	5,6	7,1	10,4	11,3	24,5	24,6	24,2	25,4
Giappone	2.090	5.651	8.717	9.287	7,0	10,2	15,6	14,2	16,6	19,8	18,8	18,3
Francia	1.418	3.052	4.954	5.030	5,1	6,6	9,4	8,9	11,3	10,7	10,7	9,9
Germania federale	1.664	4.143	6.908	8.086	3,3	4,6	7,7	8,1	13,2	14,5	14,9	15,9
Italia	958	2.265	3.766	3.976	5,1	7,5	10,8	12,2	7,6	7,9	8,1	7,8
Regno Unito	1.661	2.833	5.036	5.564	6,5	7,3	11,4	12,1	13,2	9,9	10,9	10,9
7 principali paesi	11.139	25.534	41.312	45.634	4,8	6,5	9,9	10,1	88,6	89,4	89,2	89,7
Altri paesi OCSE	1.429	3.030	5.006	5.247	2,2	2,8	4,3	4,3	11,4	10,6	10,8	10,3
TOTALE OCSE	**12.568**	**28.564**	**46.318**	**50.881**	**4,3**	**5,7**	**8,6**	**8,8**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fonte: FMI, *Direction of Trade.*
(1) Dati provvisori.

Riguardo alle politiche dirette all'eliminazione, alla riduzione, o alla sostituzione con produzione nazionale, di importazioni divenute eccessivamente gravose per la bilancia dei pagamenti, il Regno Unito e la Norvegia sono avviati verso (e i Paesi Bassi hanno già raggiunto) una sostanziale autosufficienza nel campo energetico, grazie a progetti impostati in passato e accelerati dopo la crisi del 1973. Anche gli Stati Uniti e, in parte, il Canada, hanno intensificato lo sfruttamento delle risorse nazionali e lo sviluppo di fonti energetiche alternative e stanno impostando misure dirette alla riduzione dei consumi energetici.

Misure protezionistiche. — La liberalizzazione del commercio internazionale ha segnato il passo nell'ultimo quadriennio. Ciò è dovuto piuttosto allo stato d'incertezza sulla situazione mondiale e interna, che rendeva difficile per i diversi paesi impegnarsi in decisioni aventi rilevanti effetti di lungo periodo per la propria economia, che a un ripiegamento su posizioni protezionistiche. Gli unici provvedimenti che hanno direttamente ostacolato le importazioni (a parte misure secondarie, come l'introduzione nel Regno Unito nel dicembre del 1975 di contingenti e di licenze per alcuni prodotti tessili e televisivi) sono stati quelli posti in essere dall'Italia, sia pure con carattere di temporaneità, e da alcuni paesi minori.

Va peraltro rilevato che dal lato delle esportazioni diversi paesi hanno introdotto o rafforzato sistemi di sostegno (ad esempio nel campo dei crediti all'esportazione). Nel caso del Giappone il corso della moneta durante il 1976 si manteneva su quotazioni che suscitavano proteste in campo internazionale in quanto giudicate artificialmente contenute e il paese veniva accusato, specie da parte americana, di portare avanti politiche di *dumping*. Inoltre, la competitività dei prodotti giapponesi suscitava richieste al Giappone di contenere le proprie esportazioni per particolari categorie di beni (cosí, ad esempio, questo paese accettava di applicare quote sulle esportazioni di acciaio).

Negli anni settanta, e soprattutto dopo la crisi petrolifera, gli squilibri di bilancia corrente dei paesi dell'OCSE solo parzialmente hanno trovato compensazione in stabili flussi di segno opposto nei capitali a medio-lungo termine e in particolare negli investimenti diretti che, per il loro carattere di partecipazione all'attività economica del paese ove si insediano, non aggravano il debito estero; solo flussi di capitale a medio-lungo termine possono infatti permettere ai paesi strutturalmente deficitari di assorbire il disavanzo corrente senza essere al tempo stesso eccessivamente condizionati dal vincolo esterno nel breve periodo.

All'interno dell'area OCSE, mentre Germania federale, Paesi Bassi, Svizzera, Giappone e Stati Uniti sono stati in grado di generare un deflusso complessivo netto di capitali a lungo termine di ammontare anche superiore all'avanzo totale di parte corrente, il resto dell'area, e in particolare il gruppo costituito da Italia, Francia e Regno Unito, ha visto affluire capitali a lunga assolutamente insufficienti a far fronte ai disavanzi di parte corrente.

La gravità del problema, tuttavia, emerge soprattutto riguardo alle singole principali economie occidentali: nel corso degli anni settanta non risultano essersi messi in moto all'interno di alcuna di esse (eccetto il caso canadese) meccanismi di compensazione degli squilibri di parte corrente attraverso capitali a lunga. La Germania federale, insieme a costanti, massicci attivi di parte corrente, ha presentato dal 1970 al 1976, a parte il biennio 1974-75, importanti entrate nette di capitali a lunga; nel 1976 queste sono state dell'ordine di 0,5 miliardi di dollari, secondo le stime dell'OCSE, a fronte di 3,4 miliardi di attivo corrente. Il Giappone, che fino al 1973 aveva mantenuto un equilibrio tra avanzi correnti ed esportazioni nette di capitali a lunga, ha continuato a registrare nel triennio 1973-75, a fronte dei disavanzi correnti, importanti uscite di capitali a lunga, che peraltro nel 1976, quando il saldo corrente tornava a presentare un eccezionale attivo di 3,8 miliardi di dollari, non superavano il miliardo.

Anche i principali paesi in deficit hanno registrato nel corso degli ultimi anni flussi netti di capitale a lungo termine fortemente oscillanti, senza relazione con la corrispondente evoluzione della bilancia corrente. In particolare nel 1976 i saldi delle partite correnti e dei capitali a lunga sono stati pari rispettivamente a — 2,8 e 0,5 miliardi di dollari per l'Italia, a — 6,5 e — 2,5 per la Francia e a — 2,5 e 2,5 per il Regno Unito.

Quanto agli Stati Uniti, essi occupano una posizione particolare. Con il 1968 si concludeva un lungo periodo in cui l'attivo corrente era

bilanciato da forti uscite di capitali a lunga; negli anni successivi si assisteva a un'inversione del saldo corrente, che assumeva rilevanti valori passivi. Nel 1975 il riapparire di un attivo di eccezionali dimensioni mostrava che dal disordine del mercato mondiale gli Stati Uniti riemergevano in posizione di forza, grazie al notevole grado di autosufficienza del paese nel campo delle materie prime e derrate alimentari e alle due svalutazioni del dollaro degli anni precedenti. Nel 1976, con la ripresa dell'attività interna, il saldo di parte corrente tornava negativo per 0,6 miliardi di dollari (tav. aA 3). I capitali a lungo termine nel corso degli anni settanta mostravano, pur attraverso fluttuazioni annuali, una chiara tendenza all'aumento del saldo negativo (8 miliardi di dollari nel 1976).

Tra i movimenti internazionali di capitali a medio e a lungo termine gli investimenti diretti costituiscono la voce quantitativamente piú rilevante e sono stati il canale attraverso cui ha preso forma il massiccio intervento sulla scena mondiale delle grandi imprese multinazionali.

Fino agli ultimi anni sessanta il fenomeno centrale nel campo degli investimenti diretti era costituito dall'impianto di nuove imprese e dall'acquisizione di imprese esistenti da parte del capitale americano all'estero, in particolare in Canada e in Europa occidentale. Negli anni settanta si sono venute configurando nuove tendenze: da un lato una massiccia attività di investimenti diretti da parte del Giappone (soprattutto nei vicini paesi asiatici) e, in minor misura, della Germania federale, dall'altro una rapida crescita del volume di investimenti diretti dei principali paesi occidentali negli Stati Uniti.

Il raffronto tra la situazione del 1967 e quella del 1974 (tav. A 6) mostra come gli Stati Uniti mantengano il primo posto negli investimenti diretti all'estero; tuttavia la loro quota sul totale di tali investimenti è scesa dal 57,1 per cento nel 1967 al 52,5 nel 1974, a vantaggio delle quote del Giappone e della Germania federale (passate rispettivamente dall' 1,4 al 5,6 per cento e dal 2,9 al 6,7).

Il flusso di investimenti diretti effettuati dagli Stati Uniti nel 1975 e nel 1976 è andato diminuendo. In particolare si è ridotto il flusso di investimenti in Europa, dando origine a voci di disimpegno delle multinazionali americane. L'alta capacità inutilizzata nel settore manifatturiero europeo conseguente all'ultima recessione, i modesti profitti degli anni piú recenti, le svalutazioni del dollaro che hanno accresciuto il costo dell'investimento nei piú forti paesi europei, ed ancor piú le incertezze politiche nonché le normative del lavoro e i livelli salariali sempre meno favorevoli rispetto a quelli interni americani, non solo spiegano il rallentamento degli investimenti americani in Europa, ma sono alla base del rapido aumento degli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti. Mentre ancora nel 1972 il flusso di investimenti diretti americani all'estero (compresi i profitti reinvestiti) superava di oltre 7 volte il corrispondente flusso estero negli Stati Uniti, nel biennio 1975-76 lo superava di sole 3 volte e mezzo.

Al rafforzamento della posizione competitiva del Giappone ha contribuito l'acquisizione crescente di una dimensione multinazionale da parte dei grandi gruppi industriali e commerciali. Gli investimenti diretti all'estero giapponesi, che nel 1967-68 erano pari a un miliardo e mezzo di dollari, raggiungevano 16 miliardi alla fine del 1976; nel periodo 1967-1974 il rapporto fra investimenti esteri e esportazioni è salito dal 14 al 23 per cento, mentre si è fortemente ridotto per i paesi che sono tradizionalmente investitori all'estero (Stati Uniti e Regno Unito; tav. A 6).

Tav. A 6

INVESTIMENTI DIRETTI ALL'ESTERO

Paesi	Valore cumulato degli investimenti a fine periodo (milioni di dollari)	Quota sul totale dei paesi svillupati (%)	Rapporto flusso invest. / PNL (%)	Rapporto flusso invest. / esportazioni (%)	Valore cumulato degli investimenti procapite (dollari)	Tasso medio annuo di sviluppo del valore cumulato degli inv. (1967-1974) (%)
			1967			
Giappone	1.458	1,4	1,2	14,0	15	
Stati Uniti	59.486	57,1	7,4	191,7	299	
Regno Unito	17.521	16,8	15,8	121,1	319	
Francia	6.000	5,8	5,2	52,0	121	
Germania federale	3.015	2,9	2,4	13,9	50	
Canada	3.728	3,6	6,1	34,0	183	
Altri paesi svilup. .	13.024	12,4				
TOTALE . . .	**104.232**	**100,0**	**6,7**	**104,0**	**171**	
			1974			
Giappone	12.666	5,6	2,8	22,8	115	31,4
Stati Uniti	118.613	52,5	8,5	120,4	560	10,4
Regno Unito	32.633	14,4	17,1	84,5	582	9,3
Francia	11.605	5,1	4,2	25,0	221	9,9
Germania federale	15.258	6,7	4,0	17,1	246	26,1
Canada	7.571	3,3	5,3	22,1	337	10,7
Altri paesi svilup. .	27.792	12,4				
TOTALE . . .	**226.138**	**100,0**	**6,7**	**43,3**	**350**	**11,7**

Fonte: Japan, Ministry of International Trade and Industry, *White Paper on International Trade*, 1976.

La forte dipendenza dall'estero per l'approvvigionamento delle materie prime ha spinto il Giappone a partecipare a grandi progetti di investimento nel settore minerario e primario. Questo tipo di investimenti esteri rappresenta attualmente il 30 per cento del totale, mentre è una quota secondaria degli investimenti diretti all'estero degli altri paesi sviluppati. La penetrazione giapponese sui mercati degli altri paesi sviluppati è stata basata, anche per compensare il ridotto divario nella competitività di prezzo, su un'estesa rete di società finanziarie e commerciali; gli investimenti esteri in questo settore costituiscono il 37 per cento del totale, riguardando per il 70 per cento l'Europa e l'America del Nord.

Gli investimenti diretti esteri della Germania federale si caratterizzano, come quelli giapponesi, per il forte sviluppo che hanno presentato a partire dal 1967. Tra quella data e il 1974 il loro valore cumulato è cresciuto al tasso medio annuo del 26 per cento (tav. A 6). Nel 1975 e nel 1976 si sono avuti rispettivamente un aumento del 15,4 e una caduta del 2,9 per cento.

Piú che dall'intento di sviluppare nuove fonti e assicurarsi stabili approvvigionamenti di prodotti primari, gli investimenti diretti tedeschi sono motivati dall'obiettivo di essere presenti sui mercati di sbocco di maggiore rilevanza, come dimostra il fatto che a fine 1975 oltre i 3/4 dello *stock* di investimenti risultava effettuato nei paesi industrializzati.

Il finanziamento degli squilibri delle bilance dei pagamenti e i movimenti nei tassi di cambio.

Sulla base dei dati disponibili di bilancia dei pagamenti per grandi aree, risulta che anche nel 1976 il maggiore contributo al finanziamento dei disavanzi correnti è avvenuto con operazioni a breve e a medio termine e movimenti di riserve piuttosto che attraverso movimenti di capitali a lungo termine (tav. A 7).

Per quanto riguarda i soli movimenti di riserve, i paesi in via di sviluppo non petroliferi fanno eccezione perché nell'anno in esame, pur essendo in disavanzo, hanno aumentato le loro riserve internazionali di circa 10 miliardi di dollari. La voce principale nel finanziamento del disavanzo corrente di tale gruppo di paesi è costituita dai crediti bancari che nel 1976 sono risultati pari a quasi i due terzi del disavanzo, con un leggero aumento rispetto all'anno precedente. Quanto ai paesi a economia pianificata, per cui i dati disponibili di bilancia dei pagamenti sono molto carenti, le statistiche sulle esposizioni del sistema bancario internazionale mostrano che il movimento di fondi a breve o medio termine ha svolto nell'anno decorso un ruolo importante

Per i quattro paesi dell'OCSE con posizione esterna forte (Germania federale, Giappone, Paesi Bassi e Svizzera) il deflusso di capitali a lungo termine si è ridotto nel 1976 a circa 7 miliardi di dollari contro 12,5 nel 1975 e 8 nel 1974. Questi paesi hanno utilizzato circa la metà del loro avanzo di parte corrente per aumentare le riserve e il rimanente per investire in attività a lungo termine sull'estero, essendo i movimenti netti di fondi a breve risultati pressoché in equilibrio. Gli altri paesi dell'OCSE, hanno finanziato i disavanzi correnti del 1976 per il 40 per cento circa con l'afflusso di capitali a breve (55 per cento circa nel 1975 e 45 nel 1974) e per il 30 per cento circa con l'impiego di riserve nette, che avevano svolto un ruolo analogo nel 1974 ma di scarso rilievo nel 1975. I movimenti di capitali a lungo termine, rimasti pressoché stazionari in valore assoluto, sono invece diminuiti in rapporto al disavanzo globale dell'area (31 per cento nel 1976 contro 41 nel 1975 e 28 nel 1974).

Gli Stati Uniti, le cui partite correnti si sono chiuse in sostanziale equilibrio, hanno accentuato il ruolo predominante che svolgono come intermediari finanziari. Ciò è vero non solo con riferimento ai dati lordi

Tav. A 7

FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO CORRENTE DELL'OCSE

(miliardi di dollari)

Voci e paesi	1973	1974	1975	1976 (1)
Bilancia partite correnti				
Giappone, Germania federale, Paesi Bassi e Svizzera	6,00	7,25	7,25	13,00
Stati Uniti	0,50	–0,75	11,75	–1,00
Altri paesi OCSE	–4,00	–39,50	–25,50	–36,00
Totale OCSE	2,50	–33,00	–6,50	–24,00
Movimenti di capitali a lungo termine				
Giappone, Germania federale, Paesi Bassi e Svizzera	–9,00	–8,00	–12,50	–7,00
Stati Uniti	–1,50	–9,00	–7,75	–8,00
Altri paesi OCSE	2,25	11,00	10,50	11,00
Totale OCSE	–8,25	–6,00	–9,75	–4,00
Movimenti di capitali a breve termine (incluse banche) ed errori ed omissioni				
Giappone, Germania federale, Paesi Bassi e Svizzera	8,00	2,75	5,50	1,00
Stati Uniti	–4,50	1,00	–6,75	4,50
Altri paesi OCSE	–5,00	18,00	14,00	14,00
Totale OCSE	–1,50	21,75	12,75	19,50
Movimenti di riserve nette (2)				
Giappone, Germania federale, Paesi Bassi e Svizzera	–5,00	–2,00	–0,25	–7,00
Stati Uniti	5,50	8,75	2,75	4,50
Altri paesi OCSE	6,75	10,50	1,00	11,00
Totale OCSE	7,25	17,25	3,50	8,50
Per memoria:				
Bilancia partite correnti				
OCSE	2,50	–33,00	–6,50	–24,00
OPEC	3,00	59,50	31,00	46,00
PVSNP	–5,50	–21,50	–32,50	–24,00
PEP+ altri paesi	–4,00	–6,50	–14,00	–12,50
Posta residua	4,00	1,50	22,00	14,50

Fonte: OCSE.

(1) Stime. – (2) I prestiti compensativi di Italia, Regno Unito, Svezia e Francia sono inclusi fra i movimenti di riserve;+ significa perdita di riserve ossia finanziamento del disavanzo; – significa accumulo di riserve. La variazione della posizione netta sull'estero delle banche è inclusa invece nei movimenti di capitali a breve.

sui movimenti dei fondi, ma anche in relazione all'attività di trasformazione delle scadenze: essi hanno infatti aumentato nel 1976 le loro attività nette a lungo termine sull'estero di circa 8 miliardi di dollari (contro 7,7 nel 1975 e 9 nel 1974), mentre l'afflusso netto di capitali a breve è stato di 5 miliardi di dollari circa contro un deflusso di 6,7 miliardi nel 1975 e un afflusso di 1 miliardo nel 1974.

Dalle stime sull'utilizzazione dell'avanzo finanziario dei paesi dell'OPEC appare che anche nel 1976 una quota molto elevata si è indirizzata verso il mercato finanziario e monetario degli Stati Uniti e verso gli xenomercati, mentre è diminuito l'afflusso di fondi nel Regno Unito (tav. aA 7). Non sembra inoltre che la preferenza dei paesi dell'OPEC per investimenti finanziari a breve o a medio termine si sia sostanzialmente modificata.

I modi di finanziamento dei disavanzi correnti delle principali aree del mondo, sopra descritti, mettono quindi in luce i limiti dei mercati internazionali dei capitali nel processo di finanziamento degli squilibri esterni, soprattutto in prospettiva. Il persistere di elevati saldi positivi di parte corrente di alcune aree mondiali e la preferenza dei paesi dell'OPEC per attività finanziarie private a breve-medio termine si contrappongono alla necessità dei paesi in disavanzo strutturale di indebitarsi a lungo termine, anche per poter intraprendere programmi di redistribuzione delle risorse produttive verso linee di produzione piú competitive. Per conciliare queste opposte esigenze è necessario che una maggiore quota di intermediazione sia svolta da organismi ufficiali mediante finanziamenti a lungo termine in modo da ridurre la tensione accumulata dai mercati internazionali dei capitali.

I mercati finanziari internazionali.

Una delle caratteristiche salienti della forte espansione dei flussi creditizi intermediati dai mercati internazionali nel corso del 1976 è rappresentata dal continuo e rapido incremento dei finanziamenti a medio termine; in presenza di afflussi di fondi in prevalenza a breve ciò ha comportato una significativa trasformazione delle scadenze da parte delle banche. Questa evoluzione è stata facilitata dal fatto che sia negli Stati Uniti, sia in Germania federale, sia in Svizzera è continuato il processo di normalizzazione della struttura secondo la scadenza dei tassi di interesse che ha favorito il ricorso ai mercati dei titoli e il consolidamento dell'indebitamento. Poiché sussistono attualmente legami assai stretti tra i mercati finanziari interni di questi paesi e i mercati internazionali (fig. A 6) questi sviluppi hanno trovato riscontro in

analoghi andamenti nell'intermediazione finanziaria internazionale, denominata prevalentemente in quelle valute.

Non sono disponibili statistiche complete e coerenti sull'evoluzione dell'intermediazione finanziaria internazionale. L'unica fonte ufficiale di statistiche sull'intermediazione bancaria è rappresentata dalla BRI, cui vengono comunicati da parte delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera dati sulle posizioni delle banche domiciliate all'interno di ciascun paese (e per quel che riguarda gli Stati Uniti anche quelli delle filiali delle banche statunitensi all'estero) in valuta interna ed estera, sia nei confronti dei residenti sia dei non residenti. Per quanto riguarda le obbligazioni e gli eurocrediti a medio termine, annunciati pubblicamente, concessi dal sistema bancario internazionale, varie agenzie, banche e riviste specializzate stimano regolarmente i flussi (lordi) di fondi.

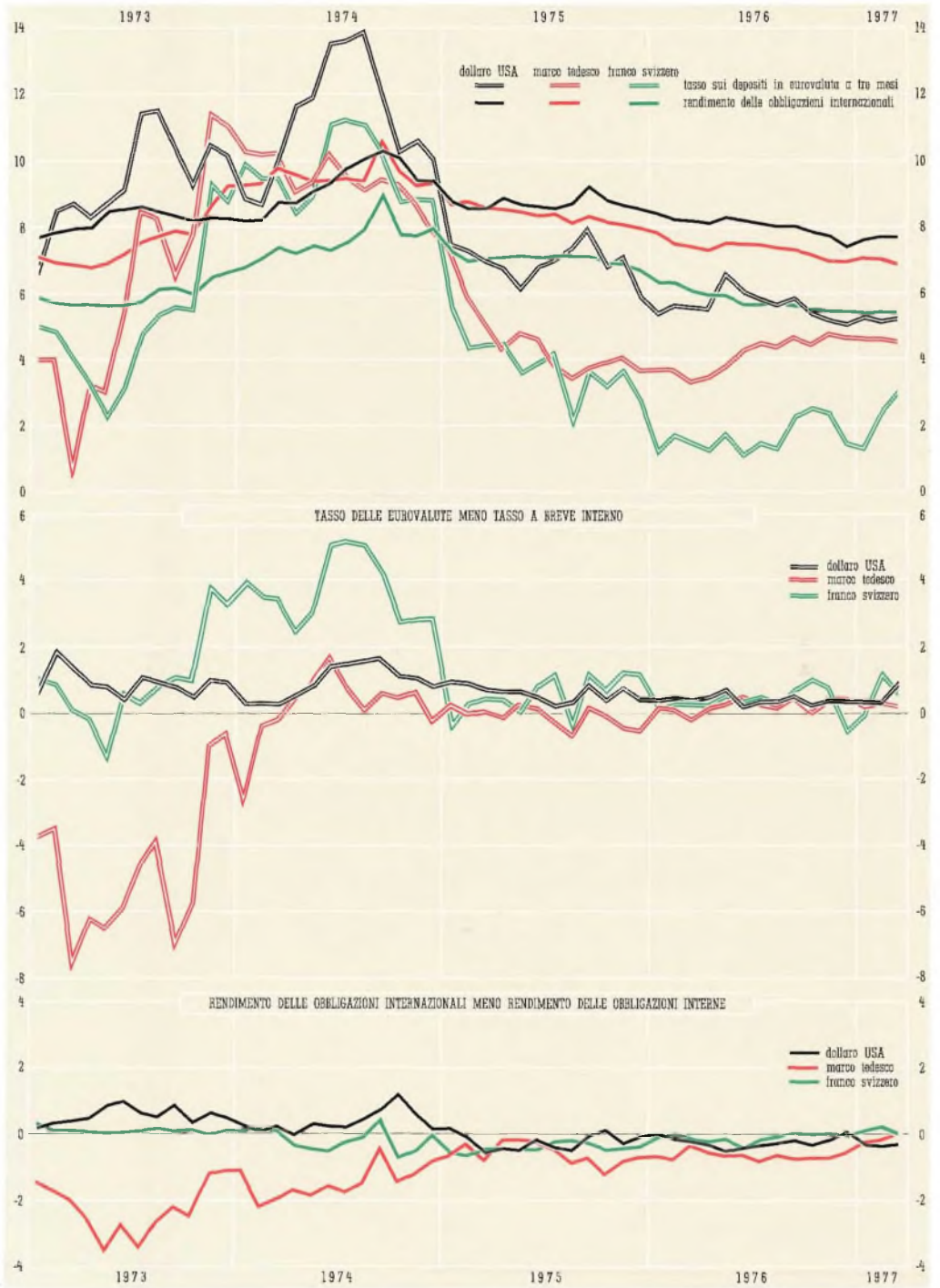
Le obbligazioni internazionali. — Il totale delle nuove emissioni di titoli internazionali collocate nel 1976 risulta pari a circa 30 miliardi di dollari (di cui quasi i nove decimi sono stati denominati in dollari, marchi o franchi svizzeri), rispetto a 22 miliardi nel 1975 e a 12,3 miliardi nel 1974 (tav. A 8). Sia il mercato delle eurobbligazioni sia quello dei titoli esteri (emissioni da parte dei non residenti sui singoli mercati nazionali) hanno continuato a soddisfare in via prioritaria l'indebitamento dei paesi del Gruppo dei Dieci e, in generale, dei paesi sviluppati.

Il Canada, in particolare, ha emesso titoli per ben 7,7 miliardi di dollari: approssimativamente 5 miliardi di dollari sono stati raccolti nel mercato delle obbligazioni internazionali di New York, che ha continuato a espandersi notevolmente, intermediando fondi per circa 10 miliardi di dollari. Gli altri paesi con maggiori quote di indebitamento sono risultati la Francia e il Giappone con, rispettivamente, 2,5 e 1,8 miliardi di dollari, emessi per ammontari non dissimili nel mercato delle eurobbligazioni e in quello dei titoli esteri. L'Italia è stata per il secondo anno quasi assente sia nel mercato delle obbligazioni internazionali sia in quello degli eurocrediti annunciati pubblicamente.

Gli eurocrediti a medio termine. — Notevoli aumenti sono stati registrati nel corso dell'anno nell'intermediazione bancaria a medio termine (crediti annunciati pubblicamente) in eurovalute. Dopo la flessione nel flusso lordo manifestatasi nel 1975, il totale dei nuovi crediti si è riportato sul livello *record* registrato nel 1974, pari a quasi 28,5 miliardi di dollari. La suddivisione per aree e per paesi dei mutuatari è risultata molto piú equilibrata che non nel caso dei titoli.

I paesi sviluppati hanno assorbito circa un terzo dei fondi, il Regno Unito in particolare ha avuto un indebitamento pari a 1,6 miliardi di dollari. I paesi dell'Europa orientale hanno raccolto fondi per quasi 3 miliardi di dollari, con

TASSI DI INTERESSE NEI MERCATI CREDITIZI INTERNAZIONALI
E DIFFERENZIALI RISPETTO AI TASSI INTERNI CORRISPONDENTI



Tav. A 8

MERCATO INTERNAZIONALE DEI CAPITALI

(milioni di dollari)

Aree e paesi mutuatari	1974			1975			1976		
	Euro-crediti a medio termine	Obbligazioni estere	Eurobbligazioni	Euro-crediti a medio termine	Obbligazioni estere	Eurobbligazioni	Euro-crediti a medio termine	Obbligazioni estere	Eurobbligazioni
Gruppo dei Dieci + Svizzera	**14.006**	**3.024**	**1.612**	**2.565**	**5.848**	**5.474**	**4.079**	**8.154**	**7.673**
Italia	2.390	–	50	120	45	17	50	–	85
Belgio-Lussemburgo	–	26	–	–	18	–	24	43	121
Francia	3.331	341	321	506	592	1.258	800	1.195	1.258
Germania federale	9	136	–	–	139	87	–	186	80
Paesi Bassi	588	128	350	76	240	438	81	181	266
Regno Unito	5.723	162	143	603	340	374	1.643	513	714
Svezia	198	88	37	282	438	559	446	523	497
Svizzera	10	–	12	–	32	136	–	–	248
Canada	75	1.963	440	113	3.382	1.145	470	4.707	2.968
Giappone	328	95	154	351	480	1.146	245	778	1.061
Stati Uniti	1.354	85	105	514	142	314	320	28	375
Altri paesi sviluppati	**4.907**	**585**	**655**	**3.615**	**1.457**	**2.730**	**4.545**	**2.123**	**2.723**
Europa Orientale	**906**	**–**	**40**	**3.058**	**–**	**99**	**2.872**	**25**	**77**
OPEC	**809**	**62**	**–**	**3.213**	**18**	**50**	**3.972**	**–**	**249**
PVSNP	**7.275**	**680**	**113**	**8.093**	**544**	**294**	**10.658**	**751**	**661**
di cui:									
Argentina	476	–	–	34	16	–	160	–	–
Brasile	1.605	–	25	2.120	35	–	3.116	29	192
Colombia	8	–	–	117	–	–	35	–	–
Corea del Sud	300	19	–	326	–	–	757	–	59
Egitto	230	–	–	–	–	–	508	–	–
Messico	1.478	50	–	2.158	197	87	1.989	211	190
Perù	362	–	–	433	–	–	380	–	–
Zaire	71	–	–	27	–	–	27	–	–
Istituti Internazionali	**14**	**3.369**	**2.038**	**65**	**3.855**	**1.410**	**1.177**	**4.026**	**2.872**
Partite non classificate	**417**	**62**	**37**	**299**	**148**	**131**	**974**	**500**	**172**
TOTALE	**28.334**	**7.782**	**4.495**	**20.908**	**11.870**	**10.188**	**28.277**	**15.579**	**14.427**

Fonte: *Euromoney*.

una leggera diminuzione rispetto al 1975. E' invece aumentato il ricorso al mercato dei paesi dell'OPEC a maggiore assorbimento, segnatamente Iran, Venezuela, Algeria e Indonesia, che hanno preso a prestito fondi per circa 3 miliardi di dollari.

I paesi in via di sviluppo non petroliferi si sono indebitati nel 1976 per circa 10,7 miliardi di dollari, ossia 2,6 miliardi in piú rispetto all'anno precedente. Quasi la metà dei fondi è stata raccolta da Brasile e Messico, che, come nell'anno precedente, hanno registrato il piú alto ricorso al mercato con oltre 3 e circa 2 miliardi di dollari, rispettivamente.

Il mercato delle xenovalute in base alle rilevazioni della BRI. — I dati pubblicati dalla BRI mostrano che il mercato delle xenovalute nella sua accezione piú ampia — definito dalle attività e passività sull'estero, di qualsiasi scadenza, delle banche dei paesi del Gruppo dei Dieci, della Svizzera e delle filiali di banche statunitensi nei centri finanziari internazionali *off-shore* — ha continuato a svilupparsi a un ritmo assai sostenuto (tav. aA 8).

Le attività lorde sull'estero di questi sistemi bancari sono aumentate nel 1976 di 105 miliardi di dollari, portando il totale a 548 miliardi: in termini percentuali ciò corrisponde a un tasso del 24 per cento. Particolarmente rapida è risultata nuovamente l'espansione dell'intermediazione delle banche statunitensi nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente; le attività lorde sull'estero di queste banche hanno raggiunto, alla fine del 1976, 75 miliardi di dollari, rispetto a 51 miliardi a fine 1975 e 33 miliardi a fine 1974. Anche il ritmo di espansione dell'intermediazione svolta direttamente dalle banche localizzate negli Stati Uniti ha continuato ad essere superiore al tasso di accrescimento globale: i crediti concessi all'estero sono saliti a 81 miliardi di dollari, quasi raddoppiandosi negli ultimi due anni. Il ruolo centrale svolto dalle banche statunitensi nel processo di finanziamento degli squilibri nei pagamenti seguíti alla crisi petrolifera può essere valutato tenendo presente che la somma delle attività verso paesi diversi dagli Stati Uniti delle banche domiciliate in questo paese e di quelle di tutte le filiali all'estero delle banche statunitensi è passata da 140 a oltre 280 miliardi di dollari tra la fine del 1973 e la fine del 1976.

Il mercato delle eurovalute in senso stretto, tradizionalmente definito dalle posizioni delle banche negli otto paesi europei dichiaranti, ha mostrato un incremento pari a quasi il 20 per cento: alla fine del 1976 le attività verso l'estero in valute diverse dalla moneta nazionale hanno raggiunto 305 miliardi di dollari, mentre le passività erano pari a 311 miliardi.

Le stime della BRI sugli eurocrediti intermediati dalle banche europee dichiaranti, corrette per talune duplicazioni contabili dovute soprattutto ai conti interbancari, ma comprensive delle posizioni nei confronti dei residenti, pongono in evidenza un accrescimento del mercato « netto » analogo a quello registrato da quello lordo e cioè pari al 20 per cento: il volume globale « netto » degli eurocrediti in essere attraverso le banche europee ha raggiunto 247 miliardi di dollari (tav. aA 9). Sulla base di questi dati si può rilevare che l'incremento maggiore nei fondi netti attinti sul mercato è stato registrato dai paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci e dai paesi dell'Europa orientale: 5,8 e 3,9 miliardi di dollari rispettivamente. I paesi esportatori di petrolio sono invece risultati i maggiori fornitori netti di nuovi fondi al mercato con 6,3 miliardi.

L'esposizione degli operatori bancari e non bancari di ogni singolo paese o area geografica mondiale, in valuta nazionale ed estera,

Tav. A 9

POSIZIONI VERSO PAESI ED AREE, IN MONETA NAZIONALE E IN VALUTA ESTERA DELLE BANCHE DEL GRUPPO DEI DIECI, DELLA SVIZZERA E DELLE FILIALI ESTERE DI BANCHE USA NELL'AREA DEI CARAIBI E NELL'ESTREMO ORIENTE (1)

(miliardi di dollari)

Paesi	dicembre 1975			dicembre 1976		
	attività	passività	saldo	attività	passività	saldo
Attività/passività verso						
Gruppo dei Dieci+ Svizzera	**234,97**	**270,13**	**–35,16**	**271,31**	**320,70**	**–49,38**
Italia	16,55	12,54	4,01	16,79	10,23	6,56
Belgio-Lussemburgo	22,89	17,74	5,15	28,36	22,33	6,03
Francia	23,00	25,98	–2,98	27,25	31,07	–3,81
Germania federale	22,09	18,84	3,25	28,34	22,32	6,01
Paesi Bassi	11,39	15,14	–3,75	13,55	18,74	–5,19
Regno Unito	55,28	64,12	–8,84	62,13	75,07	–12,94
Svezia	4,06	2,48	1,58	5,37	2,61	2,76
Svizzera	10,05	52,32	–42,27	12,94	59,25	–46,32
Canada	7,10	9,90	–2,80	9,35	12,61	–3,25
Giappone	31,93	9,11	22,82	34,07	10,25	23,83
Stati Uniti	30,63	41,96	–11,33	33,16	56,22	–23,06
Altri paesi sviluppati	**40,76**	**33,24**	**7,52**	**54,51**	**34,95**	**19,55**
Europa orientale	**21,59**	**6,30**	**15,29**	**28,97**	**7,67**	**21,30**
OPEC	**11,17**	**42,21**	**–31,04**	**18,92**	**52,51**	**–33,59**
Centri bancari off-shore (2)	**55,23**	**36,28**	**18,95**	**72,72**	**50,01**	**22,71**
Bermuda	0,82	2,59	–1,77	0,89	3,30	–2,41
Libano	0,39	2,51	–2,12	0,34	2,58	–2,24
Altri centri	54,02	31,18	22,84	71,49	44,13	27,36
PVSNP (3)	**70,51**	**48,86**	**21,65**	**95,19**	**65,19**	**30,00**
di cui:						
Argentina	3,19	2,06	1,13	3,40	3,14	0,26
Brasile	14,85	4,06	10,79	21,21	6,78	14,43
Colombia	1,58	0,62	0,96	1,63	0,91	0,72
Corea del Sud	3,31	1,18	2,13	3,90	2,15	1,75
Egitto	0,91	1,52	–0,61	1,24	2,02	–0,77
Messico	13,46	3,38	10,08	17,85	4,40	13,45
Perù	2,30	0,38	1,92	2,83	0,37	2,46
Zaire	0,78	0,36	0,42	0,81	0,36	0,45
Istituti internazionali (4)	**0,52**	**4,22**	**–3,70**	**1,16**	**3,94**	**–2,78**
Partite non classificate	**7,65**	**6,86**	**0,79**	**4,92**	**8,93**	**–4,01**
TOTALE ...	**442,40**	**448,10**	**–5,70**	**547,70**	**543,90**	**3,80**

Fonte: BRI.

N.B. I dati presentati in questa tavola risultano da una diversa elaborazione delle statistiche riportate nella Tav. aA 8.

(1) Filiali estere di banche USA nelle isole Bahamas e Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. – (2) Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Isole Vergini, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. – (3) Esclusi centri *off-shore*. – (4) Sono esclusi – con l'eccezione delle banche olandesi e del Regno Unito e delle filiali estere di banche USA nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente – gli istituti regionali che figurano nella posta residuale delle rispettive aree. Le posizioni verso la BRI sono comprese nella voce " Svizzera", ad eccezione di quelle delle banche USA che sono comprese nella posta residuale degli " Altri paesi dell'Europa occidentale".

nei confronti del sistema bancario internazionale, sempre definito dalle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera e da quelle statunitensi nei centri *off-shore,* è posta in luce nella tavola A 9.

Alla fine del 1976 il paese con maggiore esposizione è il Giappone, il cui indebitamento netto risulta pari a 23,8 miliardi di dollari. Tra i paesi sviluppati, i maggiori debitori netti sono Italia, Belgio, Sud Africa e Germania federale, tutti con circa 6 miliardi. Per quanto riguarda quest'ultimo paese, il fenomeno è dovuto al notevole indebitamento netto degli operatori non bancari. I paesi dell'Europa orientale nel loro complesso sono prenditori netti per 21,3 miliardi: in particolare l'Unione Sovietica e la Polonia hanno passività nette pari rispettivamente a 6,6 e 4,8 miliardi di dollari.

L'indebitamento totale dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio avviene sia direttamente tramite le banche dichiaranti dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, sia con l'intermediazione dei centri *off-shore,* la cui attività, come sopra ricordato, viene rilevata solo parzialmente. Di questa sottostima è necessario tener conto nelle interpretazioni dei dati inerenti alle posizioni di questo gruppo di paesi, tra i quali Brasile e Messico sono di gran lunga i piú indebitati, con 14,4 e 13,4 miliardi di dollari, rispettivamente. Passando ai centri *off-shore,* Bermuda e Libano occupano una posizione particolare, in quanto vantano notevoli crediti netti nei confronti delle altre banche dichiaranti: le Bermuda intermediano fondi acquisiti in larga misura dalle società non bancarie ivi domiciliate, mentre il Libano ricicla fondi ottenuti dai paesi arabi esportatori di petrolio. Gli altri centri *off-shore* si pongono invece come prenditori di fondi: l'indebitamento netto alla fine del 1976 era pari a 27,4 miliardi di dollari, con un aumento di 4,5 miliardi nel corso dell'anno. Questi fondi sono peraltro essenzialmente incanalati verso paesi in via di sviluppo, con l'eccezione di quelli della Liberia, il cui indebitamento netto, pari a 3,3 miliardi di dollari alla fine del 1976, ha in notevole misura come corrispettivo crediti concessi alle società di navigazione battenti bandiera liberiana.

Dal lato dell'offerta il paese di gran lunga piú importante è la Svizzera, che alla fine del 1976 vantava crediti netti per la cifra notevolissima di 46,3 miliardi di dollari: questi fondi non rappresentano necessariamente risparmi interni, ma sono in larga misura affluiti in Svizzera tramite intermediari non bancari o banche di paesi non dichiaranti. I paesi dell'OPEC nel loro complesso rivelano un attivo netto pari a 33,6 miliardi di dollari. Gli Stati Uniti mostrano infine crediti netti pari a 23 miliardi di dollari, ammontare doppio rispetto all'anno precedente.

Dati preliminari e parziali riguardanti il primo trimestre dell'anno in corso suggeriscono che i crediti internazionali bancari a medio termine ed i mutui obbligazionari hanno registrato nel loro complesso un aumento di circa 15 miliardi di dollari, sviluppandosi quindi, su base annua, ad un ritmo simile a quello manifestatosi nel 1976. Mentre la quota dei paesi in via di sviluppo è scesa dal 38

per cento registrato nel 1976 al 25 per cento, i paesi dell'OPEC hanno raddoppiato la loro quota, che è ora del 27 per cento. I paesi industrializzati, dal canto loro, hanno leggermente aumentato la proporzione del loro ricorso al mercato che ha raggiunto il 45 per cento.

L'evoluzione dei cambi.

Nell'attuale configurazione del regime dei cambi, in cui la flessibilità degli stessi si accompagna alla facoltà delle autorità monetarie di intervenire discrezionalmente sul mercato, squilibri nel saldo delle transazioni correnti e dei movimenti autonomi di capitali si traducono in una combinazione di variazioni nei cambi e nelle riserve nette sull'estero delle banche centrali.

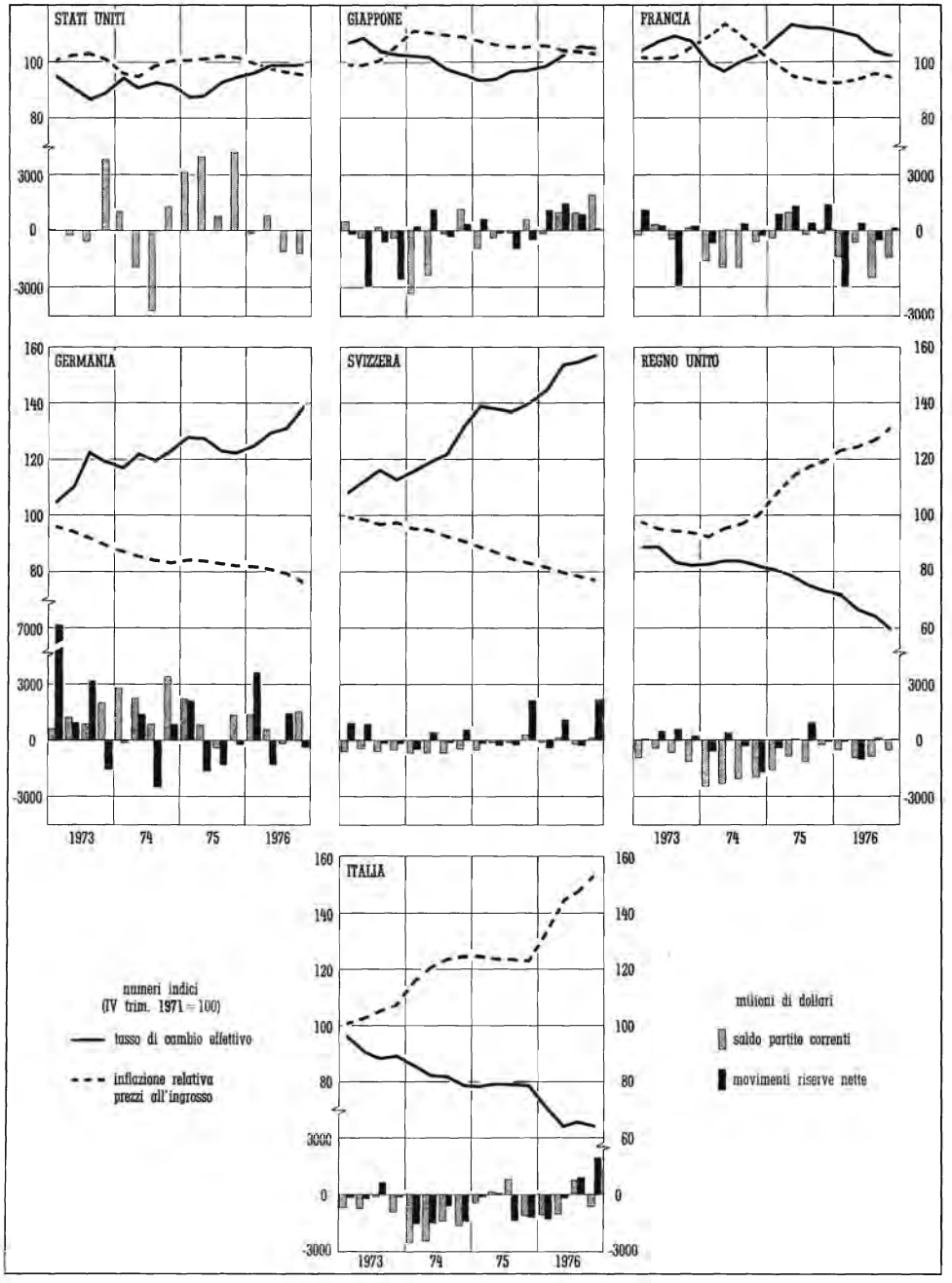
Gli interventi delle autorità monetarie sono stati generalmente suggeriti dal timore che, almeno nel breve periodo, il mercato non fosse in grado di raggiungere l'equilibrio senza fluttuazioni troppo accentuate.

L'esperienza degli ultimi anni ha posto infatti in evidenza che le variazioni dei tassi di cambio non sembrano in grado, in tempi brevi, di ricomporre gli equilibri di parte corrente, per i ritardi nell'aggiustamento, in termini di volume, del commercio internazionale.

Il processo autonomo di formazione del cambio nel breve periodo dipende quindi dal raggiungimento dell'equilibrio nei portafogli monetari e finanziari internazionali, in cui svolgono un ruolo determinante le attese sui rendimenti relativi sulle diverse valute. Si è peraltro constatato che le aspettative sono a volte dominate da componenti estrapolative; inoltre, la recente esperienza ha confermato quanto già individuato in periodi precedenti di fluttuazione e cioè che il tasso a termine ha andamenti coerenti con quelli del tasso a pronti e, in particolare, non prevede i punti di svolta di quest'ultimo. Ciò significa che il contributo proprio di questo mercato alla stabilità del tasso di cambio è risultato inferiore a quello preconizzato da alcuni sostenitori dei cambi flessibili.

Le considerazioni generalmente avanzate a favore di un aggiustamento attraverso i cambi si fondavano in particolare sul fatto che sarebbe stato piú semplice e meno costoso, allo scopo di ottenere l'equilibrio nelle bilance dei pagamenti, intervenire su un solo prezzo — quello estero della valuta — piuttosto che sulla costellazione di costi e prezzi interni. E' evidente tuttavia che l'argomentazione perde forza

Fig. A 7



Variazioni nei tassi di cambio effettivi e nei prezzi relativi all'ingrosso, saldo delle partite correnti e movimenti delle riserve ufficiali nette

Fonti: Bollettini nazionali, BRI, elaborazioni BI

per economie caratterizzate da un notevole grado di apertura internazionale e da rigidi vincoli di indicizzazione salariale; in questi casi le variazioni del cambio non determinano riaggiustamenti duraturi nella

relazione tra costi all'interno e all'estero, in quanto esplicano i loro effetti principalmente sul processo di inflazione interna, particolarmente ove i movimenti dei cambi non vengano contrastati, bensí finanziati, dalle politiche interne di espansione creditizia. In queste condizioni impulsi monetari espansivi o depressivi hanno spesso esercitato un'influenza preminente sul tasso di cambio e, quindi, sull'inflazione, mentre limitata è stata quella sul livello dell'attività economica.

L'esperienza del 1976 conferma che le variazioni nei cambi sono generalmente associate nel medio periodo con i movimenti nelle posizioni concorrenziali — tenendo presenti i legami bidirezionali tra le due variabili (fig. A 7) — ma sottolinea altresí l'importanza delle variazioni nelle condizioni monetarie per spiegare i movimenti di breve periodo, nonostante i notevoli interventi sui mercati effettuati dalle banche centrali nel corso dell'anno. In particolare, le forti cadute registrate dalla lira italiana e dalla lira sterlina sono state arrestate, rispettivamente in aprile e in novembre, solo a seguito delle restrizioni monetarie e finanziarie adottate nei due paesi.

Il processo di ascesa del marco tedesco è stato contrastato dalla politica di intervento della Bundesbank soprattutto nel primo trimestre; nel resto dell'anno gli interventi sono stati diretti a neutralizzare le fluttuazioni del marco, dovuti soprattutto agli impegni connessi alla partecipazione agli accordi comunitari sui margini ristretti. Le autorità monetarie giapponesi sono invece intervenute nel corso di tutto il 1976 allo scopo di frenare le pressioni rivalutative dello yen. Il dollaro — che continua di fatto a rappresentare la valuta di riserva e di intervento del sistema — ha mostrato un ulteriore apprezzamento, nonostante il rapido e notevole deterioramento del saldo delle partite correnti degli Stati Uniti.

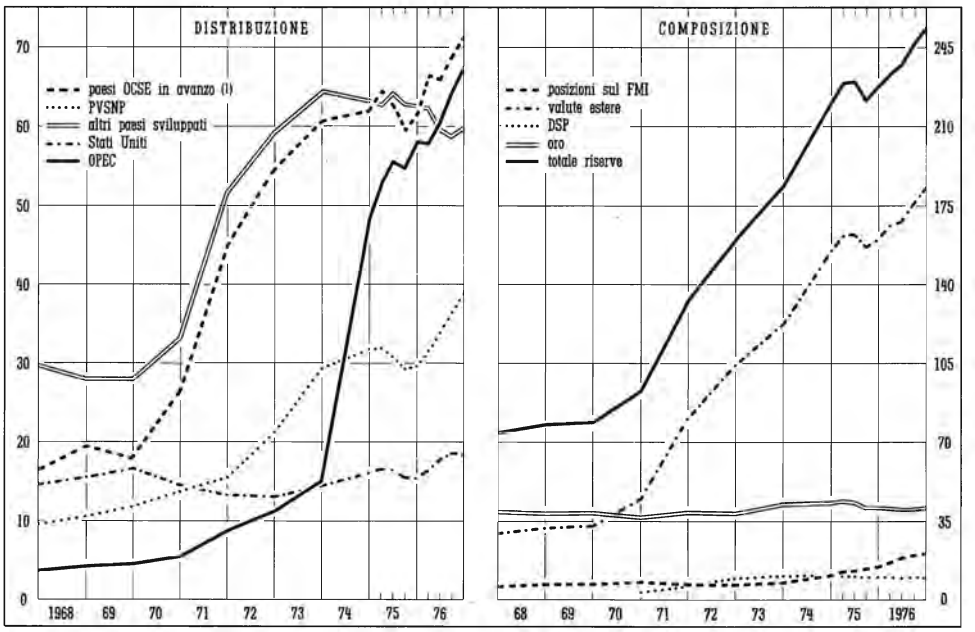
Le ampie variazioni nei cambi effettivi tra l'inizio e la fine del 1976 sono state accompagnate da una flessione della variabilità rispetto alle linee di tendenza, che può essere collegata all'incremento degli interventi delle autorità monetarie.

Liquidità internazionale ufficiale.

L'elevato tasso di incremento delle riserve ufficiali lorde nel 1976, valutate in dollari USA, (12 per cento rispetto al 3 dell'anno precedente) si è verificato soprattutto nella seconda metà dell'anno; il profilo temporale della crescita è stato comunque piú regolare che

nel 1975, quando si sono registrate notevoli variazioni fra trimestri (fig. A 8). Questo tasso di sviluppo è risultato in linea con quello del commercio internazionale in termini nominali.

Fig. A 8



Liquidità internazionale ufficiale
(miliardi di dollari)

Fonte: FMI
(1) Germania federale, Giappone, Paesi Bassi e Svizzera.

L'analisi della composizione delle riserve internazionali conferma la prevalenza della quota delle valute, che ha rappresentato, nel 1976, quasi i tre quarti del totale. L'aumento percentuale delle posizioni di riserva sul Fondo (dal 6,5 per cento del 1975 all' 8 per cento del 1976), derivato da un maggiore impegno dei paesi eccedentari, segue quello già verificatosi nei due anni precedenti. E' risultata invece in regresso la quota dell'oro sul totale (circa il 16 per cento a fine 1976), a causa della costanza delle quantità detenute e del prezzo ufficiale che il FMI utilizza nelle sue statistiche.

La distribuzione delle riserve all'interno dei paesi sviluppati ha mostrato un peggioramento: la quota dei paesi in avanzo strutturale si è accresciuta nel 1976 di un punto, raggiungendo il 28 per cento del totale; quella degli altri paesi — esclusi gli Stati Uniti — è invece scesa di circa 3,5 punti arrivando a meno di un quarto del totale. Questa caduta in termini relativi delle loro riserve internazionali, già

verificatasi prima della crisi petrolifera, si è accentuata nel 1974, quando è iniziata una contrazione anche in termini assoluti: poiché la loro quota nel commercio mondiale è rimasta invariata, il rapporto riserve/commercio internazionale ha subíto una notevole riduzione.

Per i paesi in via di sviluppo, la diminuzione del disavanzo delle partite correnti e il mantenimento del finanziamento presso i mercati internazionali allo stesso elevato livello del 1975 hanno avuto come riflesso un aumento, nel 1976, della quota di riserve da essi detenuta, che ha raggiunto, con il 15,5 per cento, un livello piú alto di quello medio degli anni precedenti la crisi petrolifera.

(B) La cooperazione economica e finanziaria internazionale

L'attuazione della riforma del sistema monetario internazionale.

Con le riunioni della Giamaica del gennaio 1976 si sono conclusi i laboriosi negoziati sui temi centrali della riforma del sistema monetario internazionale. L'accordo raggiunto in quella occasione si è concretato in un progetto di emendamento dello Statuto del FMI che prevede essenzialmente nuove norme concernenti il ruolo dell'oro e dei DSP, il regime dei tassi di cambio, oltre che i poteri, le operazioni e la struttura organizzativa e procedurale del FMI. Nel corso del 1976, in attesa della ratifica delle modifiche statutarie, significativi passi sono stati compiuti nell'applicazione degli accordi di Giamaica.

Per quanto riguarda l'oro, il FMI ha messo in pratica due importanti decisioni. La prima concerne il programma quadriennale di aste che si prefigge di mobilizzare un sesto (pari a 25 milioni di once) delle riserve auree del FMI, essenzialmente al fine di reperire fondi da destinare a finanziamenti agevolati a un gruppo ristretto di paesi sottosviluppati per il tramite di un Fondo fiduciario *(trust fund)* appositamente creato. La seconda prevede la restituzione di un altro sesto dell'oro del Fondo al prezzo ufficiale di 35 DSP per oncia ai paesi membri in proporzione delle rispettive quote.

Con decisione del 6 maggio 1976 il FMI ha inizialmente stabilito per il primo biennio l'effettuazione di 16 vendite all'asta da tenersi a intervalli regolari di circa 6 settimane per un ammontare costante di 780.000 once. Come si nota dalla tavola B 1, con l'inizio delle vendite il prezzo dell'oro diminuiva sul mercato. Questa situazione destava la preoccupazione che il proseguimento del programma originario di aste potesse costituire un elemento destabilizzante per il mercato contribuendo altresí a ridurre i profitti che i paesi emergenti avrebbero potuto ottenere tramite il *trust fund.*

Cosí, a fine agosto, poco prima della terza asta, per cercare di interrompere il processo di aspettative al ribasso, le autorità italiane proponevano, sia in sede comunitaria sia al FMI, di rivedere le procedure delle aste al fine di introdurre un elemento di flessibilità nel meccanismo delle vendite. Iniziava cosí presso il FMI la discussione sul riesame delle modalità delle aste, mentre il programma di vendite continuava secondo lo schema prestabilito che prevedeva un'alternanza delle tecniche di fissazione del prezzo di aggiudicazione. Pertanto, alcune aste sono state effettuate col metodo olandese, in base al quale tutto l'oro è aggiudicato a un prezzo comune pari a quello minimo accettato. In altre aste, invece, si è seguito il metodo del *competitive bidding,* che comporta l'aggiudicazione dell'oro ai prezzi offerti da ciascuno dei partecipanti e che siano superiori al prezzo minimo accettato.

A conclusione della revisione del meccanismo delle aste, il FMI decideva, nel gennaio 1977, di modificare la procedura delle vendite di oro introducendo

Tav. B 1

ASTE DI ORO DEL FMI

Data delle aste	Quantità offerta (once)	Quantità domandata (once)	Prezzo minimo e massimo delle offerte accettate ($ per oncia)	Prezzo di aggiudicazione ($ per oncia)	Prezzo di mercato del giorno precedente (1) ($ per oncia)	Profitto a favore del *trust fund* (milioni di dollari)	
						singola asta	totale
2 giugno 1976 ..	780.000	2.320.000	126,00-134,00	126,00	126,65	66	66
14 luglio 1976 ...	780.000	2.114.000	122,05-126,50	122,05	122,20	64	130
15 settembre 1976	780.000	3.662.400	108,76-114,00	(2) 109,40	111,60	54	184
27 ottobre 1976 .	779.200	4.214.400	116,80-119,05	(2) 117,71	117,45	61	245
8 dicembre 1976	780.000	4.307.200	137,00-150,00	137,00	134,85	75	320
26 gennaio 1977 .	780.000	2.003.200	133,26-142,00	133,26	133,50	73	393
2 marzo 1977 ..	524.400	1.632.800	145,55-148,00	(2) 146,51	141,40	55	448
6 aprile 1977 ...	524.800	1.278.000	148,55-151,00	(2) 149,18	148,65	57	505

(1) *Fixing* pomeridiano sul mercato di Londra. – (2) Aste effettuate col metodo del *competitive bidding*. Il prezzo indicato è quello medio di aggiudicazione.

un nuovo programma di aste su base mensile per un ammontare costante di 525.000 once a partire dalla settima asta (marzo 1977). Con la riduzione dell'ammontare offerto e la maggiore frequenza delle aste si è mirato a ridurre l'impatto di queste ultime sul mercato, pur rispettando l'impegno di vendere nell'arco dei primi due anni 12,5 milioni di once.

Per quanto riguarda il programma di restituzione dell'oro ai paesi membri, con l'accordo della Giamaica si era deciso che, per rispettare la simultaneità con le vendite d'oro, anche la restituzione dovesse avvenire nell'arco di quattro anni, a rate annuali di importo costante. In base alle attuali regole del FMI, solo i paesi che hanno una posizione di riserva sul Fondo possono ricevere l'oro direttamente contro pagamento della propria moneta. Gli altri paesi, tra cui l'Italia, possono invece ottenere l'oro solo tramite paesi creditori del Fondo contro pagamento, sempre al prezzo ufficiale, in una valuta accettabile dal Fondo. Tuttavia, con l'entrata in vigore del nuovo Statuto, anche per questi paesi sarà possibile ricevere l'oro, sempre al prezzo ufficiale di 35 DSP per oncia, con pagamento nella propria moneta. La prima restituzione per un ammontare di 6,25 milioni di once è avvenuta nel gennaio del 1977; all'Italia sono state vendute 213.960 once pari a circa 7,5 milioni di DSP.

Quanto al regime dei cambi, il nuovo Statuto del FMI ribadisce in maniera esplicita il principio secondo il quale le politiche del tasso di cambio seguite dai paesi membri non possono essere lasciate unicamente alla discrezione del singolo paese, dato che riguardano la comunità internazionale nel suo complesso. Se da un lato infatti il nuovo Statuto ha legalizzato il regime di fluttuazione lasciando a ciascun paese membro la libertà di scegliersi il regime di cambio piú confacente alle sue esigenze, dall'altro esso ha attribuito al FMI il potere di esercitare una stretta sorveglianza sulle politiche del tasso di cambio dei paesi membri.

Nel corso del 1976 si è cosí cercato di definire il contenuto da dare a questo « potere di sorveglianza ». Durante le discussioni è emerso un largo consenso sul principio che le regole *(guidelines)* sulla base delle quali il FMI dovrà esercitare la sua azione non dovranno essere norme rigide, bensí direttive elastiche e adattabili alle mutevoli circostanze. Nell'ambito di questo dibattito sono emerse due posizioni distinte sul ruolo che il tasso di cambio deve svolgere nel promuovere l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Mentre alcuni paesi sottolineano il ruolo preminente che il tasso di cambio dovrebbe avere in questo processo, altri paesi, tra cui l'Italia, hanno sostenuto che le modifiche dei tassi di cambio non possono essere considerate lo strumento prioritario per realizzare l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, ma solo uno degli strumenti disponibili e non necessariamente il piú adeguato. La politica del tasso di cambio, infatti, si dimostra inefficace nei paesi con forte grado di apertura esterna e indicizzazione dei redditi monetari, dove un deprezzamento del tasso di cambio provoca una spinta inflazionistica autonoma.

Anche se permangono dissensi tra queste due impostazioni del problema, un'intesa è stata raggiunta nell'aprile di quest'anno in seno al Consiglio di amministrazione del FMI sui princípi ai quali i paesi membri si dovranno attenere nello stabilire le loro politiche del tasso di cambio e sulla sorveglianza che il Fondo dovrà esercitare su tali politiche.

In base ai princípi stabiliti ciascun paese membro si impegna: *a*) a evitare azioni tendenti, mediante manovre sul tasso di cambio, a impedire l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti o a ottenere indebiti vantaggi concorrenziali nei confronti degli altri paesi membri; *b*) a intervenire sui mercati dei cambi al fine di attenuare le fluttuazioni erratiche di breve periodo; *c*) a tener conto, nella politica d'intervento, degli interessi degli altri paesi membri.

Il Fondo monetario internazionale, nell'esplicare la sua azione di sorveglianza dovrà iniziare una procedura di consultazione con un paese quando si verifichino le seguenti circostanze: *a*) interventi prolungati e di ampia portata in una sola direzione; *b*) un eccessivo indebitamento nei confronti dell'estero o un'eccessiva attività di finanziamento verso l'estero da parte degli organismi ufficiali o semiufficiali; *c*) l'introduzione o l'intensificazione di restrizioni o incentivi per le transazioni correnti e per i movimenti di capitali; *d*) il perseguimento di politiche monetarie o finanziarie tendenti a incoraggiare o scoraggiare eccessivamente i movimenti di capitali; *e*) un livello del tasso di cambio che non rifletta le condizioni economiche e finanziarie sottostanti, tenendo conto dei fattori che influenzano la competitività e i movimenti di capitali a lungo termine.

Per quanto riguarda infine gli emendamenti allo Statuto del Fondo, essi entreranno in vigore quando saranno stati ratificati dal 60 per cento dei membri rappresentanti una maggioranza di almeno l' 85 per cento

dei voti. Al 30 aprile di quest'anno, 24 membri rappresentanti il 32,4 per cento del potere di voto complessivo, avevano ratificato tali emendamenti; tra questi paesi non vi era l'Italia.

L'evoluzione degli schemi per il finanziamento degli squilibri.

Nel corso dell'anno il ruolo e le dimensioni dei meccanismi ufficiali di finanziamento degli squilibri sono stati sottoposti a continua revisione da parte della comunità internazionale al fine di verificarne l'adeguatezza nei confronti delle mutevoli circostanze delle bilance dei pagamenti dei vari paesi. Come già ricordato nella precedente Relazione, le decisioni prese dal Comitato interinale del FMI nella riunione di Giamaica comportavano un sostanziale ampliamento dei mezzi finanziari a disposizione dei paesi membri del Fondo. In quella sede infatti, contemporaneamente all'aumento delle quote di partecipazione nella misura media del 33,6 per cento, veniva deciso di ampliare temporaneamente nella misura del 45 per cento le linee di credito normali del FMI. Inoltre, si liberalizzavano sostanzialmente le regole per l'utilizzo della *compensatory financing facility,* cui possono rivolgersi i paesi produttori di materie prime per finanziare squilibri derivanti da brusche riduzioni delle loro esportazioni. Il complesso di queste misure era ritenuto sufficiente a fronteggiare la prevedibile domanda di finanziamenti ufficiali da parte dei paesi membri del FMI e rimpiazzare lo « sportello petrolifero » istituito nel 1974 e definitivamente abolito alla fine del 1975.

La ripresa dell'attività economica nei principali paesi industrializzati e il riemergere di rilevanti squilibri di parte corrente, all'interno dell'area OCSE, riproponevano nella seconda metà dell'anno il problema dell'adeguatezza delle risorse di cui gli organismi internazionali dispongono per il finanziamento degli squilibri valutari. In particolare, poiché all'ampliamento dei diritti di tiraggio sul FMI non era corrisposto un contemporaneo aumento di risorse, la liquidità del FMI si riduceva sensibilmente a causa dell'elevata domanda di credito da parte dei paesi membri. Tale situazione è destinata a perdurare anche nel prossimo futuro, dato che al 30 aprile 1977 molti paesi, tra cui l'Italia, non avevano ancora provveduto a ratificare la revisione delle quote.

La posizione di liquidità del FMI è definita come il totale dell'oro, dei DSP, delle cosiddette « valute utilizzabili » (ossia le valute di quei paesi che hanno una posizione di riserva sul FMI e che si trovano in favorevole situazione di bilancia dei pagamenti) da esso detenuti e dei fondi disponibili nell'ambito del

GAB. Il totale di queste attività, che a fine 1975 ammontava a DSP 20 miliardi, scendeva a DSP 18 miliardi al 30 giugno 1976 e a DSP 16 miliardi a fine 1976. In pratica, tuttavia, dato il regime particolare dell'oro e dei DSP, sono da considerarsi effettivamente liquide solo le valute, mentre le linee di credito GAB sono utilizzabili dal Fondo solo per finanziare prestiti a paesi del Gruppo dei Dieci. Alle stesse date sopra menzionate, le valute prontamente utilizzabili ammontavano rispettivamente a DSP 9 miliardi, a DSP 6,7 miliardi e a DSP 3,9 miliardi.

La ridotta disponibilità di risorse finanziarie del FMI e la mancata attivazione del Fondo di sostegno finanziario dell'OCSE, a causa dell'opposizione del Congresso degli Stati Uniti, hanno reso necessario nel giugno 1976 il ricorso a schemi di finanziamento *ad hoc* per fronteggiare la crisi valutaria in cui si era venuto a trovare il Regno Unito.

In quell'occasione, i paesi del Gruppo dei Dieci (tranne l'Italia), la Svizzera e la Banca dei regolamenti internazionali misero a disposizione delle autorità monetarie britanniche un credito a breve termine per un importo complessivo di 5,3 miliardi di dollari, di cui 2 miliardi da parte degli Stati Uniti. Tale credito, che aveva una durata di 3 mesi ed era rinnovabile per un analogo periodo, aveva lo scopo di fornire al Regno Unito un sostegno temporaneo in attesa che venisse elaborato un piano organico di stabilizzazione economica in base al quale il Regno Unito potesse ottenere un credito *stand-by* dal FMI. I negoziati riguardanti quest'ultimo prestito sono stati iniziati nel settembre 1976 e si sono conclusi nel gennaio di quest'anno con la concessione di uno *stand-by* di DSP 3.360 milioni prelevabile entro un periodo di due anni, e che verrà finanziato solo in parte dal FMI e per il resto mediante l'attivazione delle linee GAB per l'importo di DSP 2.860 milioni forniti dai paesi del Gruppo dei Dieci e dalla Svizzera.

In connessione con l'attivazione del GAB, il Giappone ha consentito che la propria quota nel GAB venisse aumentata da DSP 270 milioni a DSP 1.000 milioni.

Nel mese di ottobre, in occasione dell'assemblea annuale del FMI a Manila, i ministri del Comitato interinale hanno compiuto un primo riesame della situazione finanziaria internazionale, alla luce dell'evoluzione delle bilance dei pagamenti. Il Consiglio di amministrazione è stato incaricato di effettuare un dettagliato studio sulla adeguatezza della liquidità internazionale e i paesi membri sono stati invitati a ratificare entro tempi brevi la risoluzione relativa all'aumento delle quote del FMI, al fine di ricostituirne le riserve liquide. Come già detto nella Relazione dello scorso anno, l'accordo sull'aumento delle quote comporta un impegno per i paesi membri a rendere utilizzabili le proprie valute da parte del FMI. Per effetto di tale impegno il FMI potrà, per la prima volta, utilizzare nelle proprie operazioni anche le valute di numerosi paesi produttori di petrolio. Con queste iniziative il Comitato interinale ha inteso ribadire il principio secondo cui, ai fini dell'aggiustamento degli squilibri dei pagamenti, il ricorso

al FMI avrebbe dovuto essere preferito rispetto al finanziamento da parte dei mercati dei capitali. Ciò perché l'utilizzo dei prestiti del FMI è condizionato al perseguimento di programmi di stabilizzazione economica concordati con il Fondo stesso, il cui scopo è di rimuovere le cause degli squilibri e di facilitare l'aggiustamento dei disavanzi di parte corrente.

Il riconoscimento del ruolo centrale svolto dal FMI nel sorvegliare e guidare l'operato dei meccanismi di aggiustamento e di finanziamento internazionale è stato riaffermato nei primi mesi del 1977 con l'accordo per la riduzione dei saldi in sterline raggiunto nell'ambito della BRI tra il Regno Unito e i paesi del Gruppo dei Dieci (tranne la Francia e l'Italia) e la Svizzera. Questo accordo, a differenza dei due analoghi stipulati nel 1968 e nel 1971, assegna infatti al Direttore Generale del FMI il compito di certificare periodicamente la rispondenza delle politiche economiche perseguite dal Regno Unito agli obiettivi del programma di stabilizzazione concordato con il Fondo stesso in occasione della concessione del prestito *stand-by* menzionato in precedenza.

Lo schema di finanziamento per la riduzione dei saldi in sterline si prefigge essenzialmente due obiettivi: a) proteggere il tasso di cambio della sterlina dagli effetti negativi di conversioni improvvise di saldi in quella valuta detenuti da autorità monetarie, e *b*) consentire una graduale riduzione del ruolo della sterlina come valuta di riserva. A tal fine, lo schema di sostegno prevede una linea di credito da parte della BRI a favore della Banca d'Inghilterra per l'importo di 3 miliardi di dollari. La linea di credito è utilizzabile dalla Banca d'Inghilterra — con il consenso del FMI — per finanziare riduzioni dei saldi ufficiali in sterline al di sotto del livello (dollari 3,8 miliardi) registrato a fine settembre 1976. La BRI ha facoltà di rifinanziare i tiraggi ricorrendo a sua volta ai paesi aderenti allo schema. L'accordo prevede inoltre il consolidamento parziale dei saldi in sterline mediante l'emissione da parte del Regno Unito di obbligazioni a medio termine denominate in valuta straniera a favore di detentori ufficiali di sterline. La linea di credito della BRI potrà essere attivata dalla Banca d'Inghilterra anche per finanziare l'eventuale smobilizzo di tali obbligazioni prima della scadenza. L'accordo impone al Regno Unito di fare ogni ragionevole sforzo per impedire la crescita del volume dei saldi ufficiali in sterline. Qualora questo obiettivo non venga raggiunto, il Regno Unito si impegna a rimborsare anticipatamente gli eventuali tiraggi precedentemente effettuati sulla linea di credito della BRI.

Il rinnovato impegno della comunità internazionale a favore del potenziamento dei canali di creazione di liquidità condizionata ha preso spunto dalle preoccupazioni formulate dalle autorità monetarie dei principali paesi (e di quelle americane in particolare) circa i rischi connessi con il sempre maggiore volume di intermediazione finanziaria svolto dal sistema bancario internazionale a favore dei paesi importatori di petrolio. Il livello di indebitamento estero a medio e a lungo

termine raggiunto da questi ultimi rappresenta infatti un elemento di potenziale crisi e di instabilità in un mercato dei capitali alimentato in gran parte da fondi a breve termine. In queste circostanze, l'ampliamento dei canali ufficiali di liquidità viene considerato come uno strumento per attenuare le tensioni esistenti sul mercato e potrebbe costituire una forma di garanzia della solvibilità dei debitori maggiormente esposti.

Il dibattito su questi temi si è andato precisando nei primi mesi del 1977 nelle varie sedi internazionali (Comitato monetario della CEE, Gruppo di lavoro n. 3 del Comitato di politica economica dell'OCSE, Sostituti del Gruppo dei Dieci) dove si sono svolti i lavori preparatori in previsione della riunione di aprile del Comitato interinale del FMI. Alla base delle discussioni sono le proposte contenute nello studio effettuato dai servizi del FMI per conto del Comitato interinale sull'adeguatezza della liquidità internazionale nell'attuale situazione caratterizzata da squilibri dei pagamenti di natura strutturale. Le proposte partono dall'assunto che nonostante gli sforzi per promuovere il processo di riequilibrio, l'aggiustamento potrà compiersi solo entro un periodo di tempo piú lungo del previsto, durante il quale i paesi in disavanzo avranno bisogno di finanziamenti per evitare di ricorrere a misure nocive per i livelli di attività economica e per il commercio internazionale.

Le proposte in esame si articolano in tre distinte iniziative:

a) istituzione presso il FMI di una nuova *facility* finanziata da paesi eccedentari, sia dell'area OCSE che dell'OPEC, per consentire al FMI di erogare ai paesi membri credito addizionale in misura superiore a quella normalmente consentita in base alle quote di partecipazione di ciascun paese. Secondo il FMI, sulla base delle prevedibili richieste di finanziamento, tale *facility* dovrebbe disporre di fondi per un importo di circa DSP 14 miliardi;

b) nuovo aumento delle quote del FMI nell'ambito della Settima revisione generale che deve essere completata entro il febbraio 1978. Nella proposta del FMI, l'aumento dovrebbe essere dell'ordine del 75-100 per cento al fine di ristabilire il rapporto esistente tra domanda e disponibilità di credito del FMI esistente nella seconda metà degli anni Sessanta. In tal modo si verrebbero ad integrare in modo significativo le risorse liquide del FMI;

c) emissione di DSP da parte del FMI per il periodo base che inizia il 1° gennaio 1978. Secondo il FMI, la ripresa delle allocazioni di DSP — dopo che nel periodo base 1973-77 non venne effettuata alcuna emissione — si giustifica per motivi sia di principio che di opportunità economica. Una nuova emissione costituirebbe infatti l'adempimento dell'obiettivo sancito nel nuovo statuto del FMI di attribuire al DSP il ruolo di strumento centrale di riserva nel sistema monetario. Inoltre, la creazione di DSP ha lo scopo di soddisfare almeno in parte la domanda di riserve liquide da detenere (stimata in DSP 5-8 miliardi all'anno per il prossimo triennio). Tale domanda viene attualmente soddisfatta da numerosi paesi, in particolare quelli in via di sviluppo, facendo ricorso all'indebitamento estero. Aumentando il volume dei DSP nel sistema, si intenderebbe quindi modificare la composizione delle riserve mondiali e rallentare il tasso di crescita dell'indebitamento. Al

fine di evitare i rischi inflazionistici temuti da alcuni paesi, il FMI propone che il periodo base di emissione dei DSP sia ridotto da 5 a 3 anni, che il FMI abbia facoltà di ridurre il tasso di allocazione durante il periodo base, e che i percettori di DSP tengano conto, nella formulazione delle loro politiche monetarie, della liquidità interna in tal modo creata.

Su alcune delle proposte suddette è stato raggiunto un accordo di principio nel corso della riunione di aprile del Comitato interinale. In particolare si è deciso di istituire la nuova *facility* e di procedere a un'ulteriore revisione delle quote del FMI, anche se indicazioni contrastanti sono emerse sia sull'ammontare dei contributi da destinare alla *facility* sia sulle dimensioni dell'aumento delle quote. Per quanto riguarda l'allocazione dei DSP si è invece convenuto di rinviare una decisione in merito sino a quando il Consiglio d'amministrazione non avrà ultimato uno studio approfondito sul ruolo e le caratteristiche di questo strumento di riserva.

I problemi dell'assistenza finanziaria ai paesi in via di sviluppo.

La riduzione del disavanzo dei paesi in via di sviluppo non ha comportato un significativo miglioramento della loro situazione dato che essa è stata ottenuta anche mediante un'artificiale compressione dei fabbisogni di importazione. Inoltre, le dimensioni dei disavanzi sono rimaste su livelli assai elevati contribuendo a peggiorare ulteriormente la già pesante situazione del debito estero di questi paesi.

Le questioni finanziarie dei paesi emergenti sono state affrontate nel corso delle riunioni della Conferenza per la cooperazione economica internazionale (CCEI). Data l'impossibilità di trovare un accordo sui principali problemi è stato deciso di prolungare i lavori della Conferenza al di là del termine prefissato (dicembre 1976).

Fra i temi finanziari trattati in seno alla CCEI particolare rilevanza ha assunto il dibattito sulle modalità per alleggerire l'onere del debito estero dei paesi in via di sviluppo. Mentre questi ultimi hanno proposto una moratoria generalizzata, i paesi industrializzati hanno sostenuto che un meccanismo automatico di consolidamento dei debiti esteri avrebbe compromesso ancora di piú la credibilità finanziaria del Terzo Mondo, e inoltre ciò potrebbe costituire un incentivo a non perseguire adeguate politiche di stabilizzazione economica. Secondo i paesi industrializzati, inoltre, non sarebbe necessario creare particolari meccanismi di consolidamento, considerato che — come dimostra la recente ristrutturazione del debito estero dello Zaire — la comunità internazionale è già in grado di fronteggiare, con interventi caso per caso, le eventuali crisi finanziarie che possono colpire un singolo paese, senza provocare tensioni sui mercati dei capitali.

Anche i lavori del Comitato ministeriale della BIRS e del FMI per lo sviluppo non hanno portato a conclusioni di rilievo. Per quanto riguarda le altre iniziative in campo internazionale è da ricordare la conclusione delle trattative per l'aumento di capitale della BIRS. In conseguenza di tale aumento, pari a 8,3 miliardi di dollari, il capitale della BIRS ammonterà a 39,2 miliardi di dollari. Dopo un lungo negoziato è stata decisa anche la quinta ricostituzione delle risorse dell'IDA per un ammontare di 7,6 miliardi di dollari, cui l'Italia contribuirà, nei prossimi tre anni, per un importo di 295 milioni di dollari.

Nel corso del 1976, a fronte di prestiti di 5,2 miliardi di dollari e di esborsi per 2,5 miliardi di dollari, la BIRS ha emesso obbligazioni per 4,4 miliardi di dollari. Quanto alle operazioni delle due affiliate della Banca mondiale, l'IDA ha concesso crediti per 1,2 miliardi di dollari, mentre l'IFC ha effettuato esborsi per 252 milioni di dollari.

Nell'ambito dell'attività del Fondo monetario internazionale particolare rilevanza ha assunto il finanziamento effettuato mediante la *compensatory financing facility*. Il ricorso a tale facilitazione di credito da parte di questi paesi è stato nel 1976 pari a 1,8 miliardi di dollari. Nel corso dell'anno è diventato operativo anche il *trust fund* che eroga prestiti a basso tasso di interesse e le cui risorse finanziarie derivano dai profitti delle vendite all'asta di oro. Alla fine di aprile del 1977 le risorse di tale fondo ammontavano a 505 milioni di dollari ed erano state concluse operazioni di finanziamento per un importo di 31,5 milioni di dollari.

La cooperazione in sede CEE.

Il coordinamento delle politiche economiche. — La situazione economica della Comunità risulta nel 1976 complessivamente migliore rispetto all'anno precedente, anche se permangono, e per alcuni aspetti si accentuano, gli squilibri fra gli stati membri (tav. B 2). L'obiettivo del ristabilimento di elevati livelli di occupazione non è stato raggiunto, specie per l'aggravarsi, nella seconda metà dell'anno, del fenomeno della disoccupazione giovanile e femminile. Il saldo della bilancia delle partite correnti per l'intera Comunità è peggiorato nettamente rispetto al 1975, passando da un avanzo di 0,6 miliardi di dollari a un disavanzo di 9,4 miliardi, dovuto soprattutto all'ulteriore deterioramento dei saldi dei paesi già in difficoltà nell'anno precedente. Il tasso di crescita dei prezzi e dei costi salariali, pur diminuito nell'insieme della Comunità, in alcuni paesi è rimasto ancora troppo elevato per permettere nel breve periodo il ritorno alla stabilità.

Gli squilibri esistenti fra i paesi della Comunità hanno influito sul mercato dei cambi: il serpente comunitario ha avuto nel corso del

Tav. B 2

INDICATORI ECONOMICI NEI PAESI CEE (1)

Paesi	PIL a prezzi costanti (2)	Prezzi al consumo (2)	Costo del lavoro per unità di prodotto (2)	Disoccupati in % popolazione attiva (3)	Saldo della bilancia corrente in mrd. dollari (4)	Circolante e depositi (M2) (2)	Saldo del bilancio pubblico in % PIL
				1975			
Belgio	−2,0	12,1	16,3	4,5	0,3	19,2	−3,9
Lussemburgo	−7,7	10,7	24,5	0,2			0,2
Danimarca	−1,0	8,8	11,6	5,0	−0,5	25,1	−1,9
Francia	−1,3	11,4	17,3	4,1	−0,1	15,9	−2,3
Germania federale	−3,3	6,1	7,7	4,1	3,6	1,6	−5,9
Irlanda	−0,5	21,3	22,7	8,0	0,0	20,8	−14,0
Italia	−3,7	17,4	24,7	3,3	−0,6	23,5	−11,8
Paesi Bassi	−0,9	10,5	13,7	4,3	1,6	5,7	−1,9
Regno Unito	−1,3	23,1	31,6	3,9	−3,8	7,6	−5,1
CEE	**−2,3**	**12,6**	**17,2**	**4,0**	**0,6**	**14,0**	**−5,3**
				1976 (5)			
Belgio	3,5	8,3	7,3	6,1	−0,3	13,2	−5,2
Lussemburgo	2,9	9,8	5,7	0,4			−1,6
Danimarca	4,8	8,5	5,9	5,0	−1,8	11,5	−0,9
Francia	5,0	9,3	9,0	4,6	−5,4	12,6	−1,4
Germania federale	5,4	4,5	1,9	4,1	3,0	4,9	−4,2
Irlanda	3,5	18,0	15,0	9,5	−0,4	14,3	−10,3
Italia	5,8	17,5	15,7	3,7	−3,4	22,3	−7,7
Paesi Bassi	3,6	9,4	5,4	4,6	2,4	22,7	−2,7
Regno Unito	0,9	15,5	14,3	5,2	−3,5	11,4	−5,8
CEE	**4,3**	**10,1**	**8,1**	**4,6**	**−9,4**	**14,5**	**−4,3**

Fonte: Commissione CEE, FMI, OCSE.

(1) I dati differiscono in parte da quelli delle tavole A1 e aA1, a causa della diversità delle fonti. In particolare i dati delle prime cinque colonne sono tratti da elaborazioni dei Servizi della Commissione CEE. – (2) Variazioni percentuali rispetto al periodo precedente. – (3) Definizioni non uniformi, dati non completamente comparabili. – (4) La somma dei saldi differisce dal totale CEE a causa degli arrotondamenti. – (5) Dati provvisori.

1976 un andamento complessivamente meno stabile rispetto all'anno precedente. Alle perturbazioni dell'inizio dell'anno, culminate con l'uscita del franco francese dal serpente e con la contemporanea rinuncia da parte dei paesi del Benelux all'accordo di fluttuazione ristretta entro l' 1,50 per cento, sono seguite nei mesi di agosto, di settembre e di ottobre una tendenza al rialzo del marco, collocatosi sempre al margine superiore della fascia di oscillazione, e pressioni al ribasso per le altre monete del serpente (oltreché per la lira e per la sterlina). Nonostante i decisi interventi dei paesi interessati, il 18 ottobre si è reso necessario

procedere a un riadeguamento dei rapporti di cambio tra le valute partecipanti al sistema di fluttuazione congiunta, mediante la rivalutazione del marco e la contemporanea svalutazione delle monete danese, svedese e norvegese. Alla fine dell'anno e rispetto al dicembre 1975, le valute dei paesi membri della CEE possono quindi dividersi in due gruppi: quattro di esse (marco, franco belga, corona danese, fiorino olandese) risultano apprezzate in rapporto al dollaro, le rimanenti quattro (lira, sterlina inglese, sterlina irlandese, franco francese) hanno subíto un marcato deprezzamento. Nei primi mesi del 1977 il serpente comunitario, dopo un leggero indebolimento nei confronti del dollaro in gennaio, ha fatto registrare un andamento sostanzialmente stabile; agli inizi di aprile le monete scandinave partecipanti o associate al sistema comunitario sono state ulteriormente svalutate nei confronti delle altre monete del serpente.

Le decisioni del 18 ottobre, prese al di fuori degli organismi comunitari di concertazione, hanno portato ad una rivalutazione del tasso centrale del marco del 2 per cento, mentre le corone svedese e norvegese sono state svalutate dell'1 per cento e quella danese del 4 per cento. I tassi centrali del franco belga e del fiorino olandese sono rimasti invariati e ciò corrisponde a una svalutazione del 2 per cento rispetto al marco. Alla fine dell'anno, il marco risultava apprezzato nei confronti del dollaro nella misura del 10 per cento, mentre, tra le monete liberamente fluttuanti, il franco francese, la lira e la sterlina inglese facevano registrare un deprezzamento, rispettivamente dell'11, 21 e 17 per cento. Nel mese di aprile 1977 nuove svalutazioni hanno riguardato la corona danese (5 per cento), la corona svedese e quella norvegese (3 per cento).

Il persistere di gravi squilibri nelle bilance dei pagamenti ha costretto alcuni paesi a ricorrere a misure straordinarie di salvaguardia. L'Italia ha pertanto fatto uso della facoltà, prevista dagli artt. 108 e 109 del Trattato di Roma, di imporre restrizioni agli scambi internazionali, attraverso la costituzione di un deposito obbligatorio infruttifero e la imposizione di una tassa speciale sugli acquisti di valuta. Il Regno Unito d'altro canto ha ottenuto la proroga dell'autorizzazione, concessa in base all'art. 109, a imporre restrizioni a taluni tipi di movimenti di capitali.

L'evoluzione divergente delle economie e l'insufficiente coordinamento delle politiche hanno indotto la Commissione e i competenti organismi comunitari a svolgere un ruolo attivo non solo di sostegno finanziario delle economie deboli ma anche di indirizzo e di stimolo per l'azione dei singoli stati.

Riguardo all'assistenza finanziaria, dopo il prestito comunitario accordato all'Italia e all'Irlanda nei primi mesi del 1976 per comples-

sivi 1,3 miliardi di dollari, l' 11 maggio la Banca d'Italia ha ottenuto dalle altre banche centrali della CEE l'apertura di una linea di credito, nell'ambito del sostegno monetario a breve termine, per un importo di 400 milioni di UCME, rinnovata a piú riprese fino al giugno del 1977 e finora non utilizzata.

Nel mese di novembre inoltre la Commissione è stata autorizzata a contrarre un prestito destinato all'Italia, quale contropartita del mancato rinnovo del contributo a breve termine del Regno Unito al sostegno finanziario a medio termine concesso dalla Comunità all'Italia nel dicembre del 1974.

Al fine di coordinare le politiche economiche sono stati individuati alcuni indirizzi fondamentali per il superamento delle attuali difficoltà che si sono riflessi nelle misure di condizionalità che hanno accompagnato l'erogazione dell'assistenza finanziaria ai paesi deficitari.

Nel corso della Conferenza tripartita, tenutasi in giugno, il dibattito si è incentrato sulle misure necessarie per un ritorno alla stabilità e alla piena occupazione. Sono state individuate tre condizioni prioritarie per il raggiungimento di questi obiettivi di medio periodo: attuazione da parte degli stati membri di politiche di bilancio moderatamente espansive, ma differenziate, al fine di ottenere una riduzione sostanziale dei disavanzi piú cospicui; espansione degli aggregati monetari coerente con lo sviluppo del reddito; ricerca di un accordo tra le parti sociali in modo da rendere possibile un tasso di crescita dei salari e dei prezzi compatibile con i vincoli posti dalla situazione economica.

In questo quadro si inserisce la proposta formulata, in occasione del Consiglio finanziario del 26 luglio, dal Ministro delle finanze dei Paesi Bassi, riguardante la fissazione di « zone-obiettivo » per i tassi di cambio dei paesi membri e la realizzazione di obiettivi comuni di politica economica.

La proposta non è stata recepita per la difficoltà di una sua attuazione di fronte al permanere di divergenze negli andamenti congiunturali dei singoli stati. E' stato peraltro deciso che il Comitato dei governatori effettui esami periodici delle politiche monetarie interne, con particolare riguardo alle forme di finanziamento del disavanzo pubblico, valutandone i probabili effetti sull'andamento dei tassi di cambio e sulla bilancia dei pagamenti.

Un'altra iniziativa di rilievo in tema di coordinamento delle politiche economiche è stata l'elaborazione del Quarto programma a medio

termine, approvato nel marzo di quest'anno. In esso si riprendono i temi già affrontati nel corso della Conferenza tripartita, in particolare la necessità di attuare politiche consone al ristabilimento della piena occupazione. Il raggiungimento di questo obiettivo implica la realizzazione, nel periodo 1976-1980, di un tasso annuo di crescita del reddito del 4,5-5 per cento, nonché la riduzione entro il 1980 in tutti gli stati membri del tasso annuo di inflazione al 4,5 per cento.

Nell'analisi sull'andamento congiunturale delle economie europee, i competenti organismi comunitari hanno rilevato che nell'anno in corso difficilmente si potrà realizzare una espansione dell'attività economica compatibile con gli obiettivi enunciati nel programma a medio termine: la previsione di crescita del PIL, per l'insieme della Comunità, è del 3,5 per cento. Nel febbraio scorso, il Consiglio ha fissato gli orientamenti di politica economica per il 1977 sottolineando che il ripristino di un tasso di sviluppo soddisfacente in una prospettiva di medio periodo si può ottenere solo se la Comunità si impone uno sforzo supplementare per ridurre gli squilibri interni ed esterni.

Gli orientamenti fondamentali sono differenziati secondo le esigenze poste dalla situazione di disparità esistente fra gli stati membri. I paesi con bilancia dei pagamenti in attivo e tasso di inflazione relativamente basso debbono fermamente sostenere la ripresa della domanda e della produzione: in particolare si chiede alla Germania federale e ai Paesi Bassi di realizzare nel 1977 un tasso di sviluppo pari, rispettivamente, al 5 e al 4 per cento. I paesi in disavanzo e con elevato tasso di inflazione, considerata la preminenza del raggiungimento dell'equilibrio esterno e della stabilità dei prezzi al fine di ripristinare nel lungo periodo un sostenuto tasso di espansione ed elevati livelli occupazionali, debbono mettere in atto politiche il piú possibile restrittive atte a realizzare, nel breve periodo, il necessario processo di aggiustamento. In particolare, all'Italia, all'Irlanda e al Regno Unito si chiede di operare in modo da ridurre i tassi annuali di inflazione al di sotto del 15 per cento nel secondo semestre del 1977.

Il Consiglio ha anche ribadito l'esigenza di incentivare e coordinare le politiche volte a favorire lo sviluppo degli investimenti. I paesi la cui bilancia dei pagamenti è in disavanzo dovrebbero altresí intensificare gli sforzi per accelerare la ridistribuzione delle risorse a vantaggio delle esportazioni.

Gli stati membri sono inoltre invitati, oltreché a prendere le misure piú idonee alla formazione di un ampio consenso sociale, a

perseguire oculate politiche dell'occupazione evitando il ricorso a interventi di carattere meramente conservativo, il cui effetto è quello di ritardare l'eliminazione delle unità produttive inefficienti. Infine, il Consiglio ha auspicato il progressivo riavvicinamento delle politiche monetarie nazionali, quando sarà stato determinato un quadro comune di riferimento per l'evoluzione dei principali aggregati monetari.

Le politiche comunitarie. — Nel 1976 la CEE ha ampliato notevolmente la consistenza del suo intervento finanziario non solo attraverso l'incremento della spesa di bilancio ma anche espandendo la concessione di prestiti. Il rapido aumento di questi ultimi (tav. B 3) è dovuto principalmente ai nuovi crediti che la Comunità ha erogato all'Italia e all'Irlanda per contribuire al finanziamento dei disavanzi petroliferi.

Tav. B 3

PRESTITI COMUNITARI

Voci	1975	1976	1977	1975	1976	1977
	(milioni di UCE)			*(in percentuale)*		
Prestiti CECA	805,0	1.068,2	(1) 750	*44,4*	*30,6*	*27,9*
Prestiti BEI	1.006,5	1.273,3	(1) 1.000	*55,6*	*36,5*	*37,1*
di cui: per interventi all'interno della Comunità	*917,5*	*1.086,0*	–			
Prestiti Euratom	n.d.	n.d.	(2) 500	–	–	*18,6*
"Prestiti Comunitari" (3)	–	1.150,5	442	–	*32,9*	*16,4*
Totale	**1.811,5**	**3.492,0**	**2.692**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fonte: CEE e BEI.

(1) Dati previsionali. – (2) Riguarda soltanto il massimale di 500 milioni di UCE che la Commissione è stata autorizzata a concedere per prestiti Euratom. – (3) Prestiti concessi in conformità dei regolamenti CEE 397 e 398 del 17/2/1975. Gli importi espressi in dollari sono stati convertiti in UCE al tasso di fine 1976 pari a 1 UCE. = $ USA 1,12999 = Lit. 989,293.

Gli stanziamenti di spesa per il bilancio generale (tav. B 4) hanno raggiunto 8,5 miliardi di UC, con un aumento del 36,3 per cento rispetto all'anno precedente. In seguito a tale andamento si sono accentuate le critiche che alcuni stati hanno rivolto negli ultimi anni al continuo ampliamento del bilancio della CEE, in quanto ritenuto in contrasto con l'indirizzo di contenimento della spesa pubblica da essi perseguito nell'ambito nazionale. Sembra, pertanto, che i principali problemi che si pongono nell'immediato futuro siano la definizione del ruolo della spesa

Tav. B 4

BILANCIO DELLE COMUNITA' EUROPEE

Voci	1975	1976 (1)	1977 (2)	1975	1976 (1)	1977 (2)
	(milioni di unità di conto) (3)			*(in percentuale)*		
BILANCIO GENERALE						
Entrate						
Risorse proprie	3.741,1	5.195,0	5.845,8	*60,2*	*61,3*	*66,4*
di cui: Dazi doganali	*3.151,0*	*4.188,9*	*4.849,3*	*50,7*	*49,4*	*55,1*
Prelievi agricoli (4)	*590,1*	*1.006,1*	*996,5*	*9,5*	*11,9*	*11,3*
Contributi degli stati	2.152,0	3.043,7	2.871,9	*34,6*	*35,9*	*32,6*
Altre entrate	320,5	271,0	103,3	*5,2*	*3,2*	*1,2*
Eccedenza di bilancio (–)	–	–39,1	–21,0	–	*–0,4*	*–0,2*
Totale	**6.213,6**	**8.470,6**	**8.800,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Spese						
Commissione:						
FEOGA–Garanzia	4.327,0	5.877,7	6.418,4	*69,6*	*69,4*	*72,9*
FEOGA–Orientamento	259,6	325,0	157,8	*4,2*	*3,8*	*1,8*
Settore sociale	360,2	(5) 501,0	172,4	*5,8*	*5,9*	*2,0*
Fondo regionale	150,0	300,0	400,0	*2,4*	*3,6*	*4,5*
Settori ricerca, energia, ecc.	138,3	205,8	254,1	*2,2*	*2,4*	*2,9*
Cooperazione con i paesi in via di sviluppo	241,7	277,9	269,7	*3,9*	*3,3*	*3,1*
Spese amministrative	269,8	352,6	394,9	*4,4*	*4,2*	*4,5*
Rimborsi	374,2	502,8	584,6	*6,0*	*5,9*	*6,6*
Altre istituzioni	92,8	127,8	148,1	*1,5*	*1,5*	*1,7*
Totale	**6.213,6**	**8.470,6**	**8.800,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
ALTRE SPESE (fuori bilancio)						
Aiuti CECA	82	88	88			
Fondo europeo di sviluppo	182	335	410			
Totale	**264**	**423**	**498**			

Fonte: CEE.

(1) Le spese si riferiscono alle previsioni di bilancio (stanziamenti di pagamento). – (2) Dati previsionali. – (3) 1 UC = Lit. 625. – (4) Comprende anche i contributi zucchero. – (5) Compresi 60 milioni di UC per aiuti alle zone sinistrate del Friuli.

comunitaria nell'attuale fase del processo di integrazione e l'approntamento di strumenti finanziari idonei al raggiungimento di nuovi obiettivi. Superata la fase di unificazione dei mercati, l'avanzamento del processo di integrazione risulta sempre piú condizionato dal perseguimento di equilibri macroeconomici sia all'interno delle singole economie sia tra economie a diverso livello di sviluppo. In questa prospettiva appare necessario un nuovo indirizzo di spesa che modifichi ampiamente le tendenze emerse negli anni settanta. Nell'anno trascorso oltre due terzi (5,9 miliardi di UC) delle risorse disponibili sono stati destinati al

sostegno del mercato comune agricolo, mentre soltanto il 15,7 per cento è stato impiegato in azioni concernenti le strutture produttive e i settori della ricerca e dell'energia (tav. B 3). Per il 1977 si prevede un allargamento della quota per spese agricole (72,9 per cento) e una riduzione di quella per interventi di struttura principalmente per il Fondo sociale, e il FEOGA Sezione orientamento. In contrasto con tale andamento e di fronte alle attuali difficoltà poste al processo di integrazione dalle crescenti divergenze tra gli stati nel conseguimento degli obiettivi macroeconomici, sembra di preminente importanza estendere gli interventi di struttura, approfondendo altresí il loro coordinamento con le politiche nazionali non soltanto nel quadro delle azioni già da tempo avviate dalla CEE ma anche in relazione a quelle attualmente svolte dai governi nazionali. In particolare, nella presente evoluzione della congiuntura si auspica da parte italiana l'assegnazione di maggiori risorse al sostegno degli investimenti e dell'occupazione e al finanziamento dei disavanzi strutturali di bilancia dei pagamenti.

Il reperimento dei mezzi di copertura potrebbe essere assicurato innanzitutto attuando, in linea con gli orientamenti della Commissione, una piú equilibrata distribuzione delle spese di bilancio e una maggiore complementarità tra gli interventi dei diversi fondi, al fine di incrementarne l'efficacia. Queste misure non appaiono tuttavia sufficienti a finanziare l'auspicato ampliamento dell'azione comunitaria. Si osserva altresí che il margine di finanziamento di queste nuove spese potrà in avvenire risultare ridotto qualora le spese attualmente fuori bilancio siano poste a carico del bilancio stesso e la crescita delle risorse proprie risulti inferiore a quella del PNL in seguito sia alla riduzione dei dazi doganali e dei prelievi agricoli connessa con l'eventuale raggiungimento di un accordo tariffario in sede GATT, sia all'espansione della quota del PNL che non è compresa nella comune base imponibile per l'IVA. Al fine di fare fronte alle nuove esigenze potrebbe essere sviluppata la proposta avanzata dalla Commissione per ottenere l'autorizzazione a contrarre prestiti, collegando peraltro l'esercizio di questa facoltà a specifici piani di intervento preventivamente concordati.

Nell'ambito delle entrate del bilancio generale, le risorse proprie, rappresentate attualmente dai dazi doganali e dai prelievi agricoli, sono salite al 61,3 per cento del totale. Non si è tuttavia ridotta la quota dei contributi che gli stati sono tenuti a versare in sostituzione di un'aliquota del gettito IVA di pertinenza della Comunità a causa della diminuzione delle « altre entrate » (tav. B 3). La quota della partecipazione italiana al totale delle entrate è rimasta pressoché invariata nell'ordine del 17,5 per cento. Per l'anno corrente si prevede che le risorse proprie raggiungano i due terzi del totale, riducendo conseguentemente la parte dei contributi degli stati. Questi ultimi, a partire dal 1978, dovrebbero essere eliminati se nell'anno in corso si giungerà all'approvazione definitiva della sesta direttiva IVA concernente la fissazione di una uniforme base imponibile dell'imposta. Ciò permetterebbe l'attribuzione alla Comunità di un'aliquota del gettito IVA inferiore all'1 per cento, rendendo possibile il finanziamento completo del bilancio in regime di risorse proprie.

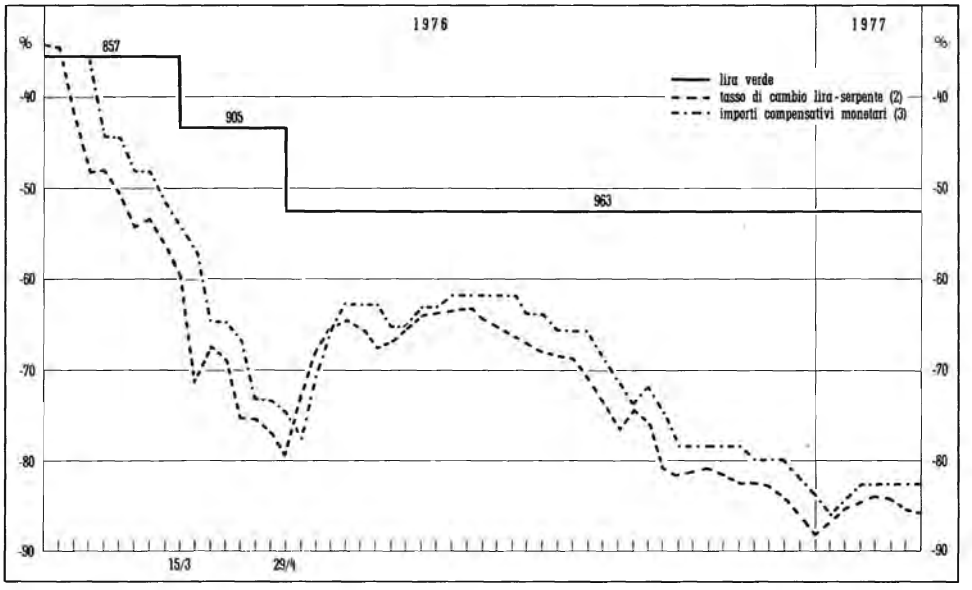
Il 95 per cento delle spese per il settore agricolo è stato destinato agli interventi sui mercati, che si sono concentrati principalmente nel-

l'acquisto delle eccedenze strutturali delle produzioni lattiero-casearie e, attraverso l'applicazione degli importi compensativi monetari (ICM), nella neutralizzazione degli effetti delle fluttuazioni monetarie sugli scambi agricoli. Queste azioni hanno messo ancora una volta in evidenza le disfunzioni di una politica agricola condotta prevalentemente con manovre dei prezzi. Per una sua corretta gestione in conformità dei princípi regolatori concernenti l'unicità dei mercati e dei prezzi, e lo sviluppo delle strutture produttive, si richiede l'osservanza di alcune condizioni. E' necessario innanzitutto un attento dosaggio dei livelli dei prezzi di intervento al fine di impedire l'insorgere di eccessi di offerta strutturali, di cui i consumatori non riescono a beneficiare e che finiscono con l'essere smaltiti sui mercati esterni a prezzi molto inferiori ai costi di produzione. Inoltre, le parità verdi dovrebbero essere interamente adeguate ai tassi di mercato per evitare difformità nei livelli dei prezzi nazionali che, oltre a infrangere il principio dell'unicità di prezzo, tendono a esercitare effetti di distorsione delle correnti di scambio intracomunitarie. A queste misure dovrebbero affiancarsi estesi piani di riordinamento delle strutture produttive che possano anche favorire l'equilibrio dei bilanci alimentari nazionali.

Nel corso degli ultimi anni, nessuna di queste condizioni è stata sufficientemente rispettata. Relativamente alle politiche di prezzo nel 1976 si è proceduto a consistenti aumenti anche per i settori eccedentari, come quello dei prodotti lattiero-caseari (7,5 per cento), senza nel contempo prendere misure complementari per contrastare lo sviluppo delle eccedenze nelle regioni in cui si sono addensate negli ultimi anni.

Quanto agli aggiustamenti monetari, di fronte al prolungato deprezzamento di alcune monete della CEE non è stato possibile raggiungere un accordo tra gli stati membri per un esteso adeguamento delle parità verdi ai tassi di cambio di mercato. Ne è derivata una dilatazione degli importi compensativi che hanno raggiunto nel 1976 punte del 35 per cento e di oltre il 20 per cento rispettivamente per il Regno Unito e l'Italia. Riguardo alla « lira verde », a una prima svalutazione del 5,6 per cento a marzo, ne è seguita una seconda, il mese successivo, nella misura del 6,4 per cento per iniziativa anche della Comunità preoccupata per i cospicui oneri derivanti al bilancio dal divario tra parità verde e tassi di mercato (fig. B 1). L'accentuata fluttuazione di alcune valute ha indotto la Commissione e alcuni stati a proporre radicali modifiche del meccanismo degli ICM per limitarne l'ampiezza e la durata di applicazione.

Fig. B 1



Lira verde e tasso di cambio lira-serpente (1)

(1) Tassi percentuali di deprezzamento per settimana, rispetto al gennaio 1973, nel periodo 7 gennaio 1976 – 22 febbraio 1977. – (2) Deprezzamento medio della lira rispetto alle valute del "serpente". – (3) Quota dello scarto tra la lira verde e il tasso di cambio lira–serpente coperta dagli importi compensativi monetari. Non si tiene conto dei ritardi con cui gli ICM sono applicati ad alcuni prodotti agricoli.

Riguardo agli interventi strutturali, gli stanziamenti per il FEOGA Sezione orientamento, sebbene aumentati del 25,2 per cento, sono risultati ancora esigui (325 milioni di UC). I contributi concessi sono ammontati a 264,2 milioni di UC. L'Italia ne ha beneficiato per circa un terzo, di cui la parte prevalente (51,6 milioni di UC) è stata destinata al potenziamento delle strutture di commercializzazione.

Il problema dell'occupazione è stato al centro dell'attenzione degli organismi comunitari preposti all'attuazione della politica sociale, anche in connessione con la seconda Conferenza tripartita. Gli interventi concreti sono stati ancora di scarso rilievo, in gran parte per la modesta entità delle risorse finanziarie assegnate a questo scopo rispetto alle esigenze poste dalle difficoltà in cui versa il mondo del lavoro.

Il Fondo sociale europeo ha avuto per l'esercizio 1976 una dotazione di bilancio di 441 milioni di UC, che segna un incremento di circa il 20 per cento rispetto all'anno precedente, ma lascia pressoché invariata la sua quota sul totale delle spese comunitarie. Al fine di rendere piú efficace l'attività del Fondo, la Commissione ha proposto una revisione delle disposizioni regolamentari in modo da realizzare, oltreché uno snellimento delle procedure amministrative, anche un'estensione dei campi d'intervento e una maggiore concentrazione degli aiuti nelle regioni ove la disoccupazione è particolarmente elevata e strutturale.

Una politica sociale piú incisiva che si affianchi a iniziative di investimento per lo sviluppo regionale si può realizzare anche con un coordinamento delle politiche comunitarie e degli strumenti finanziari che interessano le regioni. La nuova Commissione, che si è insediata nel dicembre scorso, ha pertanto deciso di porre il problema del coordinamento tra gli obiettivi prioritari della sua attività nel prossimo triennio. A tal fine la Commissione ha elaborato la proposta, già accolta con favore in alcuni stati membri, di ristrutturare la politica regionale attraverso una riforma del Fondo europeo di sviluppo regionale, che ne è il principale strumento. Questa dovrebbe consistere, oltreché nella decisione di accrescere la dotazione del Fondo in proporzione almeno pari all'aumento delle entrate del bilancio comunitario, in una sostanziale modifica degli orientamenti attuali per rendere possibile una maggiore concentrazione degli interventi.

Nel settore degli investimenti, il contributo della Comunità, sebbene accresciutosi, è ancora di modesta entità. Per il Fondo europeo di sviluppo regionale, il 1976 è stato il primo anno pienamente operativo: sono stati concessi contributi per 500 milioni di UC — di cui 200 all'Italia — che rappresentavano l'intera dotazione annuale. I fondi erogati hanno contribuito al finanziamento di 1.545 progetti per un ammontare complessivo di investimenti di circa 5 miliardi di UC e sono stati destinati per il 75 per cento a progetti di infrastruttura, per il resto a iniziative industriali e nel settore dei servizi. La CECA ha effettuato interventi volti principalmente ad aiutare imprese siderurgiche colpite dalla crisi e ad attuare alcuni obiettivi di politica energetica: essa ha concesso mutui per 1.068 milioni di UCE, destinati per la maggior parte al finanziamento di progetti industriali e di programmi di riconversione. Nel marzo scorso, la Commissione è stata abilitata a contrarre prestiti fino a un massimo di 500 milioni di UCE, da erogare sotto forma di mutui per la costruzione di centrali elettronucleari.

I finanziamenti concessi dalla Banca europea per gli investimenti nel 1976 sono ammontati complessivamente a 1.273,3 milioni di UCE, contro 1.006,5 milioni nel 1975. In particolare, l'ammontare dei mutui concessi all'Italia, pari a 382,6 milioni di UCE, è stato per la prima volta inferiore a quello del Regno Unito, probabilmente a causa di ritardi amministrativi che hanno impedito l'applicazione della nuova legge per gli interventi nel Mezzogiorno. Il totale dei mutui erogati dalla Banca dal 1958, anno della sua istituzione, al 31 dicembre scorso, è stato pari a circa 7 miliardi di UCE, a prezzi correnti. Fino al 1975

sono stati finanziati investimenti pari a 35 miliardi di UCE, a prezzi costanti, che, secondo le stime effettuate dalla Banca, hanno permesso di creare 130 mila posti di lavoro e di stabilizzarne 52 mila.

I finanziamenti accordati all'interno della Comunità, pari a 1.086 milioni, sono aumentati di circa il 20 per cento rispetto all'anno precedente. Loro principale caratteristica è la concentrazione (il 79 per cento del totale) nei tre paesi membri dove gli squilibri regionali sono piú accentuati: il Regno Unito (38,5 per cento), l'Italia (35,2 per cento) e l'Irlanda (5,3 per cento). Un'altra caratteristica sta nell'orientamento prioritario verso progetti di interesse regionale, che hanno infatti ottenuto il 75 per cento dei contributi complessivi. I progetti tesi a conseguire un piú elevato apporto delle fonti energetiche comunitarie, principalmente nel settore dell'energia nucleare e in quello dello sfruttamento degli idrocarburi, hanno beneficiato di 376,5 milioni di UCE, pari all' 86 per cento del totale dei finanziamenti di progetti di interesse europeo, contro 338 milioni nel 1975.

Nel complesso, la ripresa economica non ha portato a un rilevante aumento degli investimenti nell'industria soprattutto perché, in molti settori, esistevano considerevoli capacità produttive inutilizzate. Anche le continue incertezze sulla situazione monetaria internazionale, riflettendosi sulle valutazioni del rischio di cambio, possono aver contribuito a frenare la domanda di finanziamenti da parte di imprenditori residenti nei paesi a moneta debole ove il rischio di cambio resti a loro carico. I mutui accordati per progetti industriali sono ammontati a circa 298 milioni di UCE, pari a poco piú del 27 per cento dei contributi erogati complessivamente nei paesi membri. Lo stesso andamento si riscontra nella concessione dei contributi a favore delle piccole e medie iniziative industriali: questi vengono erogati nell'ambito dei prestiti globali, accordati dalla Banca a istituti finanziari che svolgono il ruolo di intermediari. I prestiti globali, di cui fino a oggi ha principalmente beneficiato l'Italia, sono ammontati nel 1976 ad oltre 61 milioni di UCE.

La BEI si è finanziata principalmente sui mercati dei capitali (749 milioni di UCE), in particolare mediante emissioni obbligazionarie sui mercati internazionali e su quelli nazionali di alcuni paesi extracomunitari.

Nell'ambito della politica commerciale esterna, il risultato di maggiore rilievo è costituito dal raggiungimento di un accordo per l'applicazione di condizioni uniformi ai crediti all'esportazione. L'accordo recepisce a livello comunitario, attraverso una decisione del Consiglio, le linee direttrici concordate precedentemente da quattro stati membri con Stati Uniti, Canada e Giappone.

Sulla base di una distinzione dei paesi beneficiari in 3 classi secondo il loro livello di reddito pro capite, sono stabiliti la quota minima di pagamento alla consegna (15 per cento), i tassi minimi di interesse per i crediti di durata compresa tra 2 e 5 anni (7,25-7,75 per cento) e per quelli di durata superiore (7,5-8 per cento) e la scadenza massima delle operazioni (8,5-10 anni). Le linee direttrici riguardano i crediti pluriennali all'esportazione con sostegno pubblico, fatta eccezione per i crediti di aiuto vincolati e per le esportazioni di prodotti agricoli, attrezzature militari, navi, costruzioni aeronautiche e centrali nucleari. Un'applicazione soltanto parziale delle stesse è prevista per le esportazioni di impianti siderurgici, centrali elettriche convenzionali e stazioni di comunicazione via satellite.

Peraltro, questo accordo non risolve adeguatamente i problemi connessi con la diversità delle posizioni concorrenziali degli stati determinata dalle disparità nei sistemi nazionali di sostegno finanziario all'esportazione. Queste ultime permangono sia nella disponibilità di credito a condizioni agevolate, che risulta maggiore nelle economie forti, sia nei sistemi di assicurazione. Un efficace contributo al superamento di questi problemi può venire dalla introduzione nella CEE di una nuova facilitazione creditizia e assicurativa che operi congiuntamente ai sistemi nazionali. In questa prospettiva è auspicabile la creazione di una Banca europea delle esportazioni sviluppando la proposta avanzata dalla Commissione di cui si fa cenno nella precedente Relazione. Questa istituzione svolgerebbe operazioni di finanziamento e di assicurazione dei crediti connessi con esportazioni compiute da consorzi multinazionali formati nella Comunità, reperendo le sue risorse principalmente sui mercati dei capitali. Le sue possibilità operative dovrebbero, peraltro, estendersi alla raccolta di fondi a lungo termine provenienti dai paesi dell'OPEC, con i quali finanziare anche il risconto dei crediti all'esportazione concessi, nel rispetto del suddetto accordo, da singoli stati ai paesi in via di sviluppo e a quelli a economia pianificata.

II. - L'ECONOMIA ITALIANA

(C) EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E FORMAZIONE DEL REDDITO

La ripresa della congiuntura mondiale, avviatasi nella seconda metà del 1975, gli effetti della politica economica espansiva perseguita dalle autorità italiane in quello stesso periodo per superare la fase recessiva e una ricostituzione di scorte molto piú forte di quella prevista hanno condotto l'economia italiana a conseguire nel 1976 un aumento del prodotto lordo interno del 5,6 per cento. L'aumento è stato tra i piú elevati nell'area dei paesi dell'OCSE, ma ha comportato un forte peggioramento del disavanzo di parte corrente con l'estero salito a 2.340 miliardi, pari all' 1,7 per cento del prodotto nazionale lordo, dai 368, pari allo 0,3 per cento, del 1975. L'intenzione di contenere il disavanzo entro limiti finanziabili con le riserve allora disponibili aveva condotto, all'inizio dell'anno, a indicare in circa 2 punti percentuali l'aumento massimo del prodotto lordo interno.

Tra le componenti della domanda globale il ruolo delle scorte è stato particolarmente importante non solo per il rilevante sostegno complessivo alla produzione provenuto dal loro aumento (1.329 miliardi a prezzi 1970, pari all' 1,9 per cento del prodotto interno lordo) ma anche per l'avvio della fase iniziale del ciclo.

La ricostituzione di scorte, soprattutto di materie prime, iniziata sul finire del 1975 in una situazione di abbondante liquidità e in un clima di aspettative di aumento dei prezzi mondiali, determinava un aumento delle importazioni, tanto piú rapido e accentuato in quanto successivo a una fase di decremento delle giacenze; ne derivava un forte peggioramento del saldo degli scambi con l'estero di merci e servizi sul quale si innestavano immediatamente comportamenti speculativi (fig. C 1).

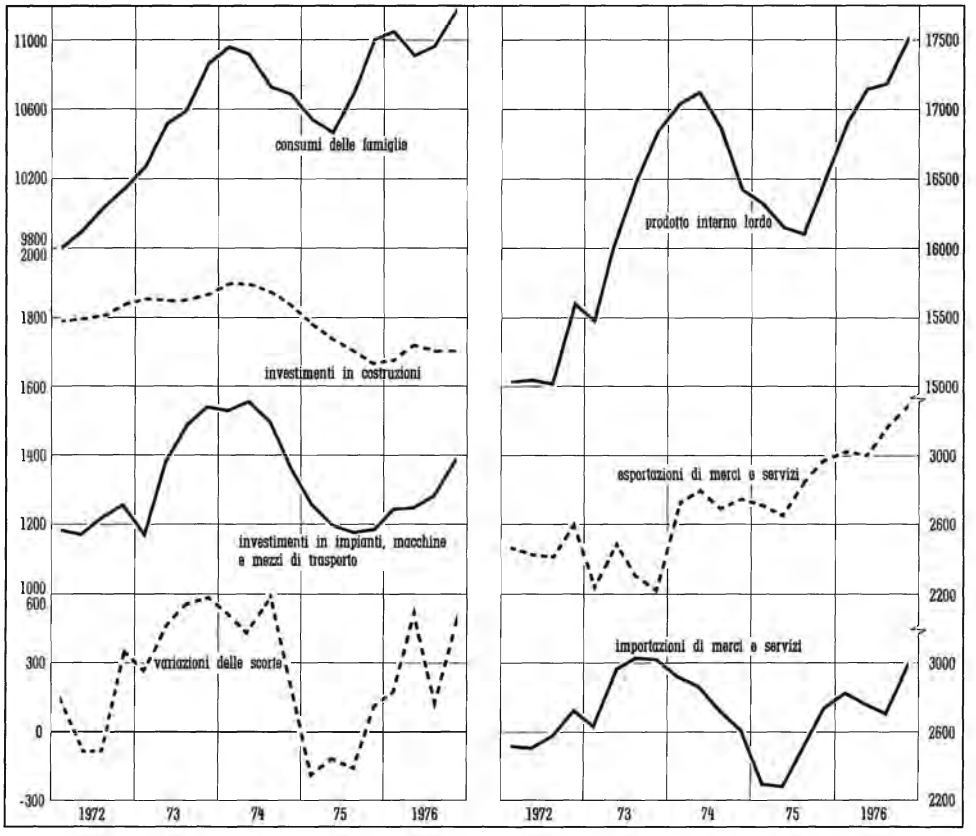
Veniva allora decisa la chiusura del mercato dei cambi, che durava piú di un mese, mentre la situazione di attesa del confronto elettorale e di limitato potere del governo non consentiva incisivi interventi di politica economica; la quotazione della lira si abbassava rapidamente e si formavano aspettative di ulteriori perdite.

Al deprezzamento della lira seguiva l'accelerazione del processo inflazionistico, che era rallentato sensibilmente fino a gennaio, e il ritorno all'aumento dei profitti delle imprese, che accrescevano i propri margini unitari e miglioravano la loro situazione di liquidità, con l'effetto di

sollecitare ulteriormente l'accumulo di scorte e di arrestare la flessione dell'attività di investimento del settore industriale privato.

I consumi delle famiglie, dal canto loro, per tutta la prima parte del 1976 si assestavano, pur con alcune oscillazioni, sugli elevati livelli raggiunti dopo l'espansione della seconda metà dell'anno precedente, nonostante che il reddito disponibile diminuisse in termini reali per l'effetto combinato dell'aumento dei prezzi e dell'entrata in vigore del pagamento delle imposte personali sul reddito con il sistema dell'autotassazione.

Fig. C 1



Andamento di alcuni aggregati di contabilità nazionale

Nota: Dati depurati della stagionalità ed espressi in miliardi di lire a prezzi 1970.

Il lieve miglioramento delle prospettive di occupazione, connesso con i primi segni di aumento degli orari di lavoro, sui quali aveva inciso la precedente flessione produttiva, e l'effetto anche psicologico della conclusione di importanti contratti collettivi, contribuivano a mantenere i livelli di consumo acquisiti.

Questo complesso di reazioni spontanee del sistema economico si traduceva in una crescita continua della produzione industriale che raggiungeva un punto di massimo nel mese di maggio; come avviene solitamente nelle fasi di ripresa, l'incremento della produzione era accompagnato da un ricupero di produttività, particolarmente rapido dati i livelli eccezionalmente bassi toccati nella precedente fase recessiva. Il costo del lavoro per unità di prodotto continuava però a crescere, anche se a tassi piú moderati, per il sostenuto aumento dei costi per addetto.

La ripresa produttiva si scontrava ben presto con l'ulteriore aggravarsi del passivo della bilancia dei pagamenti, dovuto anche a temporanee difficoltà delle esportazioni, e con la conseguente accentuazione, all'inizio di maggio, delle difficoltà valutarie. Per fronteggiare le crescenti tensioni veniva introdotto il deposito obbligatorio sugli acquisti in valuta che, da un lato, agiva direttamente sulla bilancia dei pagamenti, stimolando il flusso di crediti commerciali agli importatori, dall'altro, agiva in senso restrittivo avviando all'interno un meccanismo di riassorbimento di base monetaria che si aggiungeva a quelli già attuati in precedenza attraverso la revoca del provvedimento di rifinanziamento all'esportazione e i prelievi straordinari di riserva obbligatoria.

Con l'aumento del tasso di sconto, effettuato in due riprese a febbraio e a marzo, e con la politica di interventi sul mercato monetario si delineava cosí compiutamente l'azione di politica monetaria, orientata a contenere il deprezzamento esterno della moneta e il tasso di inflazione. I tassi a breve aumentavano rapidamente, dopo il punto di minimo toccato in gennaio, approssimandosi ai valori raggiunti dal tasso di inflazione; quelli a lungo ne seguivano l'andamento in misura contenuta dagli interventi delle autorità monetarie.

Nel terzo trimestre, in sincronia con la pausa di tutte le principali economie mondiali, il livello generale della domanda e quello della produzione segnavano una stasi, sulla quale influivano anche fattori sociali e politici interni e, in particolare, le incertezze riguardanti la valutazione dei risultati della consultazione elettorale.

Nell'autunno, costituito il governo, era varato un complesso programma di provvedimenti fiscali, monetari e creditizi orientato a ottenere il rapido miglioramento dei conti con l'estero e, successivamente, il rallentamento del tasso di inflazione. L'azione di breve periodo, incentrata principalmente su misure di carattere fiscale e tariffario, si inquadrava anche in una visione di medio termine volta a ridurre l'assorbimento di risparmio operato dal disavanzo pubblico.

Il programma era condizionato dall'impossibilità di ridurre, in tempi brevi, la dipendenza strutturale della domanda interna dalle importazioni; data anche l'impossibilità di sviluppare le esportazioni a un tasso significativamente superiore a quello del commercio internazionale, il volume di importazioni risultava definito coerentemente con la necessità di ottenere un saldo corrente con l'estero in equilibrio o in leggero avanzo; ne discendeva un valore non superabile della domanda interna, da realizzare attraverso appropriate azioni, soprattutto fiscali.

Poiché le esigenze di potenziamento dell'apparato produttivo richiedevano di non comprimere ulteriormente l'attività di investimento, il contenimento della domanda interna avrebbe dovuto essere ottenuto con politiche restrittive dei consumi. A tal fine, per le difficoltà esistenti a operare sul reddito disponibile delle famiglie solo attraverso l'imposizione diretta, erano attuati anche importanti aumenti delle imposte indirette, dei prezzi amministrati e delle tariffe pubbliche, nell'intento di limitare lo sviluppo dei consumi e di provocare un primo assestamento della loro struttura avvicinando il prezzo politico di alcuni servizi pubblici a quello imposto dai costi e dalla realtà economica del Paese.

Il programma teneva conto dell'esigenza fondamentale di non far peggiorare lo stato, già grave, dell'occupazione, e quindi di non causare, nel corso del 1977, quando di fatto avrebbero cominciato a operare i provvedimenti, riduzioni dell'attività produttiva rispetto ai livelli di fine 1976.

Le prospettive di ristagno del prodotto nazionale nel 1977 sui valori del 1976, che cominciarono allora a emergere, si collegavano con le previsioni, per l'ultimo trimestre dell'anno, di un andamento produttivo stazionario se non addirittura cedente come nel terzo trimestre. Viceversa, rispondendo anche a una improvvisa ripresa del ciclo nelle piú importanti economie industriali, tutte le componenti di domanda si accrescevano notevolmente. I consumi risentivano dell'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie, che derivava sia dai miglioramenti salariali ottenuti nel corso dell'anno, sia dal maggiore impiego di lavoro che la ripresa produttiva aveva gradualmente favorito; gli investimenti erano, a loro volta, sospinti dall'innalzamento del grado di utilizzo della capacità produttiva, nonostante che il contenimento dell'espansione del credito cominciasse a incidere sulle disponibilità liquide delle imprese, pur in presenza di un ulteriore miglioramento dei profitti globali.

Il forte sviluppo dell'attività produttiva nell'ultimo trimestre portava al 5,6 per cento, nella media dell'anno, l'aumento del prodotto lordo interno in termini reali, contro valutazioni effettuate nei mesi autunnali che si aggiravano sul 4,5 per cento. L'aumento del prodotto interno ha corrisposto a una crescita della domanda globale sulla quale hanno influito soprattutto le esportazioni e le scorte: le prime sono aumentate del 33,9 per cento in valore e del 12,6 in quantità, le seconde hanno portato l'aumento della domanda interna al 26,3 per cento in termini monetari e al 5,5 in termini reali, in confronto al 21,5 e al 2,9 rispettivamente risultanti dal complesso dei consumi e degli investimenti fissi.

Questi ultimi sono cresciuti in quantità del 2,3 per cento, ricuperando solo in minima parte la contrazione del 1975; ancora minore sarebbe stato il loro sviluppo se essi non fossero stati sostenuti dall'attuazione di importanti programmi di investimento pubblico nel settore terziario e se l'andamento favorevole dei profitti industriali non avesse permesso di assorbire buona parte dell'ulteriore rincaro dei prezzi dei beni di investimento.

I consumi sono aumentati del 21,6 per cento in valore e del 3,0 per cento in quantità, con un aumento di quelli delle famiglie piú elevato (3,2 per cento in termini reali) che per i consumi collettivi (1,9 per cento).

L'evoluzione economica del 1976 non manifesta i miglioramenti attesi nell'utilizzazione delle risorse: gli investimenti sono cresciuti meno dei consumi e, sebbene la componente riguardante le attrezzature e i mezzi di trasporto sia aumentata nel corso dell'anno, il loro rapporto rispetto al prodotto interno è ancora diminuito; qualche progresso è stato compiuto nell'articolazione della spesa pubblica verso un accrescimento della quota in conto capitale.

Dal lato dell'offerta, le importazioni sono aumentate in quantità a un tasso superiore al doppio di quello della domanda interna e del prodotto nazionale, indicando, anche al netto dell'effetto di ricupero successivo alla caduta del 1975, che la dipendenza strutturale dall'estero del sistema economico è rimasta invariata. Per l'effetto congiunto dell'andamento delle quotazioni internazionali e del deprezzamento della lira, i prezzi delle importazioni sono cresciuti di quasi il 25 per cento (contro il 19 di quelli delle esportazioni), cosicché il miglioramento dei termini di scambio che era avvenuto nel 1975 è stato completamente riassorbito.

All'aumento del 5,6 per cento del prodotto interno lordo in termini reali ha concorso soprattutto il settore industriale, il cui valore aggiunto è aumentato del 9,7 per cento; al suo interno, all'incremento del 12 per cento dell'industria in senso stretto ha corrisposto una nuova diminuzione del comparto edilizio. Le attività terziarie hanno segnato un aumento del 4 per cento, al quale hanno contribuito soprattutto il settore del credito e dell'assicurazione e quello dei trasporti e delle comunicazioni.

Una sensibile contrazione produttiva, infine, ha colpito l'agricoltura (— 4,3 per cento) in conseguenza di avversità climatiche che si sono cumulate agli esistenti gravi problemi di struttura che gli sforzi di maggiore applicazione di uomini e di capitali degli anni piú recenti non sono bastati ad attenuare; il già pesante disavanzo agricolo alimentare è ulteriormente peggiorato.

Tav. C 1

DINAMICA DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA GLOBALI

(variazioni percentuali)

Voci	Valori a prezzi correnti	Prezzi impliciti	Valori a prezzi 1970		
	1976/1975	1976/1975	1976/1975	4° trim. 75 (1) / media 1975	4° trim. 76 (1) / media 1976
Domanda:					
consumi	21,6	18,1	3,0	2,6	1,3
di cui: privati	*21,3*	*17,5*	*3,2*	*3,0*	*1,4*
investimenti lordi	45,4	24,3	17,0	4,7	8,2
di cui: fissi	*21,3*	*18,6*	*2,3*	*–2,6*	*3,4*
domanda interna	26,3	19,7	5,5	3,0	2,7
esportazioni di beni e servizi	33,9	18,9	12,6	8,1	4,9
domanda globale	27,7	19,6	6,8	3,9	3,1
Offerta:					
prodotto interno lordo	24,4	17,8	5,6	1,5	1,9
importazioni di beni e servizi	41,0	24,7	13,1	17,1	9,0

Fonte: Elaborazione su dati della Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati annui in valore assoluto sono riportati nella tavola aD1. Per i dati trimestrali destagionalizzati, sono state utilizzate stime Isco-Banca d'Italia.

(1) I valori del 4° trimestre sono riportati in ragione annua, cioè sono moltiplicati per 4.

L'evoluzione della congiuntura nel corso del 1976 ha portato la domanda e la produzione a livelli di fine anno superiori a quelli medi (tav. C 1). Questa circostanza, unitamente alla valutazione degli effetti

dei provvedimenti di politica economica presi negli ultimi mesi del 1976 e nei primi dell'anno in corso, nonché dei limiti allo sviluppo degli aggregati monetari e finanziari concordati con il Fondo monetario internazionale e con la CEE, offre definiti riferimenti per ipotizzare il possibile sviluppo dell'attività economica nel 1977.

In base alle previsioni della domanda mondiale e della competitività dei prodotti nazionali, il tasso di aumento delle esportazioni di merci e servizi dovrebbe aggirarsi su un valore di circa 3 punti inferiore a quello del 1976; dato il vincolo di bilancia dei pagamenti l'aumento della domanda interna dovrà collocarsi tra l' 1 e il 2 per cento. A questo risultato mira il complesso di provvedimenti fiscali e tariffari decisi per rendere lo sviluppo della domanda coerente con una crescita delle importazioni in termini reali idonea a ottenere, tenuto conto di un piccolo miglioramento dei termini di scambio, una forte riduzione del disavanzo con l'estero nel corso dell'anno solare e un moderato avanzo nel periodo, compreso tra marzo 1977 e marzo 1978, considerato nella « lettera di intenti » al Fondo monetario internazionale.

L'entità del prelievo che verrà operato sull'economia sarà di circa 4.900 miliardi, al netto della fiscalizzazione di circa 1.400 miliardi di oneri sociali a carico delle imprese.

Il maggior prelievo verrà realizzato per circa 1.400 miliardi attraverso le imposte dirette (anticipi Irpef e Irpeg, modifiche degli imponibili Ilor, e altre variazioni minori) e per 4.900 miliardi circa attraverso le imposte indirette (imposte sugli oli minerali, sugli affari, sui tabacchi e IVA, anche in connessione con la fiscalizzazione di una parte dei contributi di malattia pagati dalle imprese) e le tariffe (ferroviarie, telefoniche, elettriche, postali e dei tabacchi).

Se si considerano anche le modifiche nei prezzi amministrati, che determineranno un aumento della spesa delle famiglie di 1.100 miliardi, il complesso delle restrizioni comporterà per esse (senza considerare il riafflusso nei salari operato dal meccanismo della scala mobile) i maggiori esborsi valutabili in circa 5.000 miliardi; la capacità di spesa sarà ulteriormente ridotta dalla conversione in buoni del Tesoro degli aumenti dell'indennità di contingenza per i redditi da lavoro dipendente piú elevati, dall'abolizione dei sistemi di scala mobile piú onerosi di quello esistente nell'industria e dalla cessazione dell'adeguamento agli scatti della scala mobile delle indennità di quiescenza e di liquidazione che saranno erogate nell'anno.

I mutamenti apportati al funzionamento della scala mobile dalle misure sopra indicate é dalla riduzione del peso di alcuni servizi pubblici e dei quotidiani nel paniere dei consumi valido per l'indice sinda-

cale del costo della vita contribuiranno, insieme con la fiscalizzazione dei contributi di malattia, a contenere l'aumento dei costi di lavoro per le imprese. Peraltro, perché sia effettivamente possibile mantenere il costo del lavoro per unità di prodotto entro limiti compatibili con la politica di stabilizzazione e con il rafforzamento della posizione concorrenziale dei prodotti nazionali all'interno e all'estero, è fondamentale che sia concretamente applicato l'impegno dei sindacati a mantenere basso il costo del rinnovo dei contratti integrativi aziendali. Infatti, in un anno come il 1977 in cui lo sviluppo della produttività non potrà essere che modesto, pur considerando gli accordi raggiunti fra le parti sociali per l'abolizione di sette festività e per la riduzione dell'assenteismo, il contenimento del costo del lavoro per unità di prodotto sarà ottenibile, anche tenuto conto della fiscalizzazione, essenzialmente operando sul numeratore del rapporto.

Anche se le condizioni suddette saranno rispettate, solo modesti passi avanti saranno fatti verso la modifica della composizione dell'impiego interno delle risorse, giacché l'aumento previsto della domanda interna interesserà in pari misura consumi e investimenti; all'interno di questi ultimi, peraltro, dovrebbero accrescersi le attrezzature e i mezzi di trasporto; le costruzioni rimarrebbero invece pressoché stazionarie.

In questo quadro, i limiti posti all'espansione del credito totale (30.000 miliardi per il periodo di dodici mesi che termina il 31 marzo 1978 e 30.600 miliardi per l'anno solare 1977), comportando anche una struttura di tassi di interesse coerente con l'andamento dell'inflazione, dovrebbero, da un lato, sollecitare afflussi dall'estero di capitali a breve termine o, almeno, impedirne i deflussi, dall'altro, mantenere l'accumulazione delle scorte entro i limiti strettamente necessari alle esigenze dell'attività produttiva.

L'andamento dell'inflazione, pur continuando a essere il piú elevato tra i paesi industriali è destinato ad attenuarsi progressivamente nel corso dell'anno: l'aumento di quasi il 20 per cento previsto per i prezzi impliciti nella domanda finale interna del 1977 risente infatti degli effetti sulla prima parte dell'anno della maggiore imposizione fiscale indiretta e della manovra delle tariffe e dei prezzi amministrati.

Il maggiore problema che si pone per il 1977 è costituito dalle prospettive di occupazione: infatti, con una crescita del prodotto lordo interno dell'ordine del 3 per cento, gli spazi per un assorbimento sul mercato dell'offerta di lavoro giovanile saranno rappresentati soltanto dalle sostituzioni dei lavoratori anziani.

Le scelte di politica economica operate nel 1977 riflettono i condizionamenti alla crescita del reddito imposti dalla necessità di ricondurre, entro il 1980, il tasso di inflazione al livello dei principali paesi industriali e di ridurre, nei prossimi anni, l'indebitamento nei confronti dell'estero. A causa dell'elevata elasticità di reddito delle importazioni e delle rigidità esistenti nel mercato del lavoro l'equilibrio dei conti con l'estero non appare conciliabile con un soddisfacente tasso di crescita dell'economia non solo per l'anno in corso ma anche per il 1978.

Negli anni successivi il tasso di sviluppo potrà essere maggiore, ma verosimilmente al di sotto sia della media degli anni precedenti la crisi del 1973, sia di quello dei principali paesi industriali, secondo quanto è possibile desumere da una elaborazione basata sulle previsioni dell'OCSE sull'andamento della domanda e dei prezzi mondiali.

Le conseguenze piú gravi riguarderanno ancora l'occupazione, il cui livello nell'industria rimarrebbe sostanzialmente immutato rispetto a quello attuale. In presenza di un aumento della popolazione ne deriverebbe una crescita del tasso di disoccupazione tanto piú elevata quanto piú l'andamento dei costi relativi dei fattori della produzione sospingesse verso la sostituzione di capitale a lavoro.

Per i prossimi anni il contenimento del costo del lavoro diventa quindi una condizione necessaria non soltanto per la diminuzione del tasso d'inflazione ma anche, insieme con la riduzione del rapporto fra disavanzo pubblico e prodotto interno lordo, per un processo di accumulazione che ampli la base produttiva e sostenga i livelli di occupazione.

Le modifiche da apportare al contenuto di importazioni della domanda finale, all'apparato produttivo industriale e agricolo e, piú in generale, all'efficienza del sistema economico, richiedono un certo numero di anni perché esse possano concretamente incidere sulla struttura dell'economia; l'allontanamento dei vincoli alla crescita del prodotto e dell'occupazione nel breve periodo si basa quindi, oltre che su una appropriata, anche se difficile gestione delle politiche del lavoro, essenzialmente sul sostegno che potrà essere fornito alle esportazioni.

Non dovrà però essere ritardato l'impegno per le politiche volte a modificare la struttura del sistema economico non solo perché esse sono le sole in grado di permettere il definitivo superamento della crisi, ma anche perché, dati i loro lunghi tempi tecnici di attuazione, non si debba anche nel futuro proseguire sulla via degli aggiustamenti da compiere soprattutto sul livello della domanda interna.

(D) La domanda interna

I consumi.

I consumi delle famiglie. — Dopo la flessione del 1975, unica in tutto il dopoguerra, la spesa per consumi ha segnato, nell'anno appena trascorso, una variazione positiva (3,1 per cento); rispetto al 1974 il livello dei consumi risulta accresciuto solo dell' 1,4 per cento, in misura pari a quella della popolazione residente. In termini monetari, i consumi nazionali sono saliti, nel 1976, del 21,1 per cento contro uno sviluppo del reddito disponibile delle famiglie di circa il 20 per cento; ne è derivata una propensione media al consumo superiore a quella dell'anno precedente e pari a quella media del periodo 1971-74 (tav. D 1).

Tav. D 1

CONSUMI, REDDITO DISPONIBILE E PROPENSIONE MEDIA AL CONSUMO DELLE FAMIGLIE

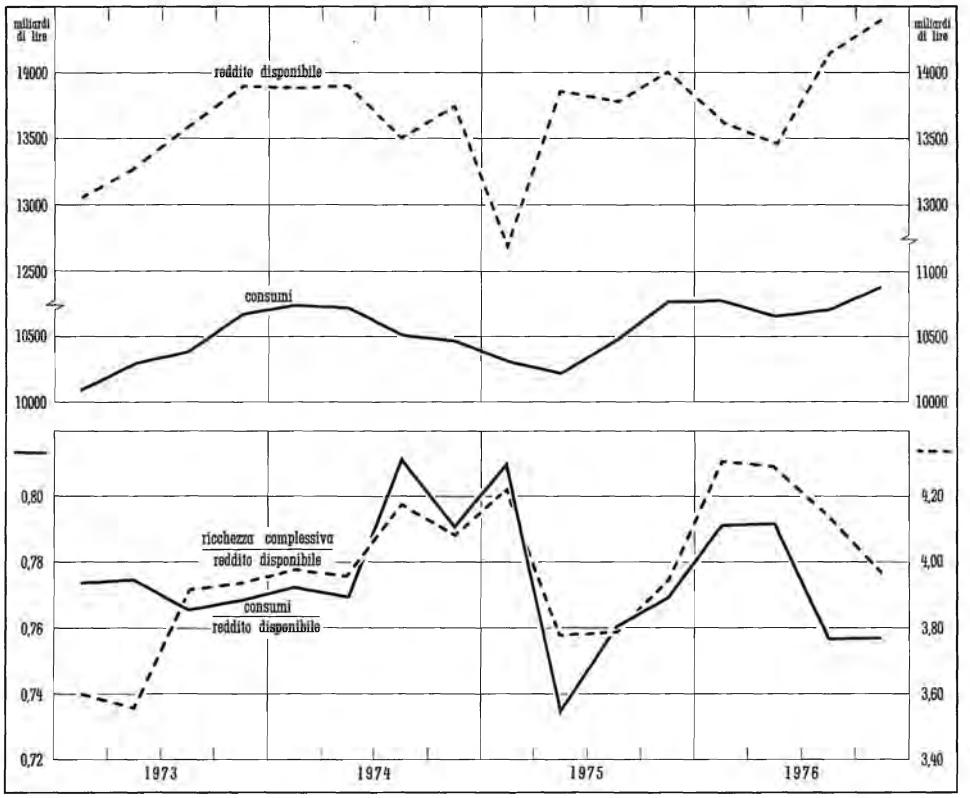
Voci	1970	1971/1970	1972/1971	1973/1972	1974/1973	1975/1974	1976/1975
	(miliardi di lire)	*(variazioni percentuali)*					
Consumi finali nazionali:							
prezzi correnti	36.696	*9,0*	*10,2*	*19,1*	*23,8*	*15,7*	*21,1*
prezzi 1970		*2,9*	*3,4*	*6,1*	*2,4*	*–1,6*	*3,1*
Reddito lordo disponibile:							
prezzi correnti	46.512	*11,3*	*10,5*	*19,1*	*21,4*	*18,3*	*20,2*
prezzi 1970 (1)		*5,2*	*3,7*	*6,0*	*0,5*	*0,6*	*2,3*
Propensione media al consumo	78,9	*77,2*	*77,0*	*77,0*	*78,5*	*76,8*	*77,4*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese e nostre elaborazioni.
(1) Il reddito lordo disponibile è stato deflazionato con il deflatore implicito dei consumi.

Il volume dei consumi già si era portato a fine 1975 su un livello che superava del 3 per cento la media dell'anno; l'evoluzione del 1976 ha mostrato un leggero incremento nel primo trimestre al quale sono seguiti una flessione e un ristagno nei due periodi successivi; nel quarto trimestre vi è stata, infine, una ripresa (fig. D 1).

I consumi hanno seguíto, con uno sfasamento di circa un trimestre, l'andamento del reddito disponibile, diminuito, in termini reali, per tutta la prima metà del 1976 a seguito dell'ascesa dei prezzi e dell'introduzione dell'autotassazione. Il successivo trasferimento dei maggiori prezzi sui salari e la crescita della produzione hanno poi impresso, nella seconda metà dell'anno, un incremento al reddito disponibile, il cui valore medio si è collocato nel 1976 a un livello superiore del 2,3 per cento, in quantità, a quello dell'anno precedente.

Fig. D 1



Andamento trimestrale dei consumi, del reddito disponibile, della propensione al consumo e del rapporto ricchezza/reddito

Fonte: Elaborazione su dati Istat e nostre stime

Nota: **I dati, espressi a prezzi 1970, sono stati depurati della stagionalità. La ricchezza è costituita dalle attività finanziarie, dal valore dello *stock* di abitazioni e dal valore del capitale fondiario posseduti dalle famiglie all'inizio di ciascun trimestre. Nel rapporto tra ricchezza e reddito disponibile, quest'ultimo è espresso in ragione annua.**

Benché l'evoluzione in corso d'anno del consumo e del reddito sia di per sé sufficiente a spiegare la crescita della propensione media nel 1976 (fig. D 1), tale aumento trae origine anche dall'accresciuto volume di ricchezza posseduta dalle famiglie e dalla inversione del ciclo che può aver allontanato i timori di una flessione dell'occupazione e determinato l'abbandono di comportamenti prudenziali.

La crescita del reddito disponibile è collegabile a un andamento sincrono di tutte le categorie di entrate: le retribuzioni lorde, le prestazioni sociali, i redditi da capitale e i redditi non da lavoro delle imprese individuali hanno avuto tassi di incremento molto simili. Il drenaggio fiscale è stato comunque di notevole rilievo, poiché le imposte a carico delle famiglie si sono sviluppate a un saggio quasi doppio di quello delle entrate.

La ricchezza delle famiglie, costituita dai valori dello *stock* di abitazioni, del capitale fondiario e delle attività finanziarie da esse posseduti, si è notevolmente accresciuta alla fine del 1975 e nel primo trimestre del 1976 per poi assestarsi, nel prosieguo, sui livelli raggiunti all'inizio dell'anno. Ancora una volta, la componente « reale » della ricchezza è salita in misura superiore a quella finanziaria a causa delle tensioni inflazionistiche, particolarmente pronunciate nel settore delle abitazioni dove una piú sostenuta domanda si è incontrata con una offerta di nuove abitazioni in diminuzione. Nel complesso, l'aumento della ricchezza monetaria, nella media del 1976, è stato di poco superiore a quello dei prezzi al consumo.

A livello disaggregato, relativamente ai singoli capitoli di spesa, ulteriori fattori di spiegazione derivano dall'evoluzione dei prezzi relativi, dalle aspettative inflazionistiche, da necessità di ricostituzione degli *stocks,* nonché forse da mutamenti delle abitudini di consumo.

La spesa per consumi di beni durevoli ha segnato, in volume, una accelerazione (10,1 per cento) che non ha permesso, tuttavia, di recuperare le flessioni del biennio precedente (tav. D 2). Questo fenomeno si è presentato con maggiore evidenza nell'acquisto dei mezzi di trasporto, dove l'incremento del 1976 (17,0 per cento), dettato in primo luogo dalla necessità di rinnovare il parco automobilistico esistente, ha riportato i consumi al livello del 1971. In questo comparto una forte crescita della spesa durante il primo trimestre, dovuta anche ad aspettative inflazionistiche, non ha successivamente trovato seguito. Considerevoli rialzi nei listini delle imprese produttrici, aumenti nelle aliquote IVA e forti rincari nel « costo d'uso », dovuti al prezzo della benzina, hanno contenuto, a partire dal secondo trimestre, la ripresa degli acquisti. Per quanto riguarda gli altri beni durevoli, l'incremento è stato, in quantità, piú ridotto (5,9 per cento) con una punta per gli apparecchi radio-TV, a seguito della progressiva diffusione del colore nelle trasmissioni televisive.

La spesa per generi alimentari e bevande ha presentato un aumento limitato (2,1 per cento), che non è valso a riportare i consumi procapite al livello del 1974. Mentre per alcune derrate si è assistito a un deciso ricupero delle diminuzioni avvenute nel 1975 (zucchero: 12,5 per cento; carne: 4,2; bevande analcoliche: 12,4), per altre il forte sviluppo dei prezzi ha prodotto flessioni negli acquisti. Decre-

menti nel volume della spesa hanno infatti riguardato i tre comparti le cui quotazioni sono maggiormente rincarate e, precisamente, le patate, il « caffé, thé e cacao », e i prodotti caseari.

Tav. D 2

CONSUMI DI BENI DUREVOLI E NON DUREVOLI

Gruppi di consumo	1976 miliardi di lire	Variazioni percentuali					
		1971/1970	1972/1971	1973/1972	1974/1973	1975/1974	1976/1975
Beni durevoli (1):							
prezzi correnti	7.647	*13,8*	*11,9*	*28,2*	*23,1*	*10,8*	*33,2*
prezzi 1970	3.068	*8,0*	*4,8*	*10,3*	*–3,6*	*–10,2*	*10,1*
di cui: mezzi di trasporto:							
prezzi correnti	*2.992*	*21,7*	*12,1*	*15,3*	*5,7*	*13,2*	*47,5*
prezzi 1970	*1.225*	*14,7*	*3,4*	*0,6*	*–10,3*	*–9,2*	*17,0*
altri beni durevoli (1):							
prezzi correnti	*4.655*	*8,1*	*11,7*	*38,7*	*34,8*	*9,5*	*25,3*
prezzi 1970	*1.843*	*3,3*	*5,9*	*17,8*	*0,8*	*–10,8*	*5,9*
Altri beni e servizi:							
prezzi correnti	85.442	*8,6*	*10,1*	*18,0*	*23,8*	*16,4*	*20,3*
prezzi 1970	41.042	*2,6*	*3,3*	*5,5*	*3,0*	*–0,7*	*2,7*
di cui: generi alimentari e bevande:							
prezzi correnti	*31.734*	*5,9*	*7,7*	*18,6*	*22,0*	*14,5*	*21,0*
prezzi 1970	*15.163*	*1,5*	*0,4*	*4,4*	*2,9*	*–2,1*	*2,1*
istruzione, spettacoli e altri servizi ricreativi:							
prezzi correnti	*2.040*	*4,3*	*7,5*	*13,0*	*20,6*	*20,2*	*9,0*
prezzi 1970	*1.001*	*–1,2*	*0,2*	*3,8*	*1,5*	*–1,2*	*–4,6*
alberghi e pubblici esercizi:							
prezzi correnti	*5.128*	*13,1*	*9,8*	*19,0*	*21,8*	*21,8*	*22,0*
prezzi 1970	*2.291*	*6,4*	*2,4*	*4,5*	*1,6*	*1,9*	*1,2*
Totale consumi finali interni:							
prezzi correnti	93.089	*9,0*	*10,2*	*18,8*	*23,8*	*16,0*	*21,3*
prezzi 1970	44.110	*3,0*	*3,4*	*5,9*	*2,5*	*–1,4*	*3,2*
Totale consumi finali nazionali:							
prezzi correnti	91.096	*9,0*	*10,2*	*19,1*	*23,8*	*15,7*	*21,1*
prezzi 1970	43.043	*2,9*	*3,4*	*6,1*	*2,5*	*–1,7*	*3,1*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.
(1) Nostre stime.

Quanto agli altri beni non durevoli, aumenti consistenti sono stati mostrati dai servizi sanitari, da quelli di trasporto, dai combustibili ed energia elettrica e dal vestiario e calzature. E' da notare, infine, di fronte al generalizzato incremento dei consumi, la sensibile diminuzione delle spese per spettacoli, istruzione e servizi ricreativi

(— 4,6 per cento) e l'arresto di quella per alberghi e pubblici esercizi (1,2 per cento), nonostante un maggior afflusso di turisti stranieri (tav. D 2).

I consumi collettivi. — I consumi collettivi hanno raggiunto, nel 1976, il valore di 19.829 miliardi con un incremento, a prezzi correnti, del 22,8 per cento. In quantità, il flusso di beni e servizi offerti ha mostrato una flessione del tasso di crescita (1,9 per cento) già tendenzialmente moderato.

Per quanto riguarda le singole componenti, i consumi delle Amministrazioni pubbliche hanno costituito, anche nel 1976, il 98 per cento del totale con un importo di 19.436 miliardi. I restanti beni e servizi, offerti dalle istituzioni sociali private, sono ammontati a 393 miliardi contro i 321 del 1975 e i 275 del 1974.

Gli investimenti.

Nel 1976, l'aumento degli investimenti fissi (2,3 per cento in quantità) non ha coperto neppure un quinto della caduta dell'anno precedente (— 13,0 per cento); il loro flusso attualmente risulta inferiore a quello del 1971. In termini monetari, gli investimenti fissi hanno invece segnato un sensibile incremento (21,3 per cento), giacché non ha mostrato pause, per il terzo anno consecutivo, la fase di forti rincari nei prezzi impliciti (18,6 per cento nel 1976 dopo aumenti del 28,5 e 19,5 per cento nel 1974 e 1975).

Alla limitata variazione degli investimenti fissi si è contrapposto un vigoroso incremento nell'accumulazione di scorte (1.329 miliardi a prezzi 1970 e 4.407 miliardi a prezzi correnti) dopo la flessione dell'anno precedente. Al lordo della variazione delle giacenze, gli investimenti sono cresciuti del 17,0 per cento in quantità e del 45,0 per cento in valore.

Rispetto al prodotto lordo interno, gli investimenti fissi sono ulteriormente diminuiti: a prezzi costanti, il rapporto tra queste due grandezze è sceso infatti al 17,4 per cento, che rappresenta il livello piú basso dalla metà degli anni cinquanta a oggi. Anche se la flessione, negli anni settanta, è comune a tutti i paesi della CEE (tav. D 3), il nostro Paese si distingue per il valore anormalmente basso del quoziente

tra gli investimenti fissi e il prodotto interno lordo che nel 1976 risulta il piú ridotto, con la sola eccezione del Regno Unito.

Tav. D 3

INVESTIMENTI FISSI LORDI NEI PAESI DELLA CEE

(in percentuale del prodotto lordo interno a prezzi costanti)

Paesi	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Belgio	22,7	21,4	21,1	21,3	22,0	21,7	21,0
Danimarca	21,7	21,6	22,4	23,1	21,0	18,9	19,9
Francia	23,4	23,8	24,1	24,4	24,0	23,3	23,1
Germania federale	26,7	27,0	26,9	25,8	23,6	23,0	22,8
Irlanda	22,7	23,8	23,3	25,4	22,8	21,3	21,0
Paesi Bassi	25,7	25,4	23,6	23,6	22,0	21,4	20,0
Regno Unito	18,7	18,7	18,6	18,3	17,8	17,8	17,2
Italia	**21,3**	**20,3**	**19,9**	**20,0**	**19,9**	**18,0**	**17,4**
– macchine e attrezzature	5,9	6,0	6,0	6,6	6,9	5,7	5,6
– mezzi di trasporto	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	1,9
– costruzioni	13,4	12,3	11,9	11,4	11,1	10,6	9,9
di cui: abitazioni	*7,0*	*6,0*	*5,9*	*5,7*	*5,6*	*5,2*	*4,8*

Fonte: Istituto statistico delle comunità europee: Annuario conti nazionali, SEC; Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Nonostante il basso volume degli investimenti fissi, la formazione di risparmio è risultata insufficiente ad assicurare la loro copertura e quella della variazione delle scorte con risorse interne. A partire dal 1970, sebbene il risparmio del settore privato sia cresciuto in misura maggiore del prodotto lordo, il formarsi di un ampio deficit di parte corrente della Amministrazione pubblica ha progressivamente precluso

Tav. D 4

INVESTIMENTI E RISPARMIO

(in percentuale del prodotto interno lordo a prezzi correnti)

Voci	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Investimenti lordi	23,1	21,0	20,4	24,4	26,6	20,0	23,4
Investimenti netti	14,5	12,4	11,8	15,5	16,9	9,8	13,4
Saldo transazioni correnti con l'estero	1,3	1,9	1,7	–1,9	–5,1	–0,2	–1,6
Risparmio lordo	24,4	22,9	22,1	22,5	21,5	19,8	21,8
di cui: settore privato	*23,3*	*24,3*	*25,5*	*25,5*	*23,8*	*26,1*	*25,9*
Risparmio netto	15,7	14,3	13,5	13,6	11,8	9,6	11,8

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

la possibilità di ottenere congiuntamente maggiori investimenti e il pareggio nel saldo delle transazioni correnti con l'estero. Ne deriva che, a meno di ipotizzare una ulteriore crescita del rapporto tra il risparmio del settore privato e il prodotto lordo, attualmente tra i piú alti in campo europeo, il risanamento della gestione corrente della Amministrazione pubblica appare condizione necessaria per una crescita degli investimenti che non si rifletta in squilibri nei nostri conti con l'estero (tav. D 4).

Tav. D 5

INVESTIMENTI LORDI INTERNI PUBBLICI E PRIVATI PER RAMI DI ATTIVITA' ECONOMICA

Tipo di investimenti	Miliardi di lire (a prezzi correnti)	Composiz. percentuale (a prezzi 1970)		Variazioni percentuali					
				a prezzi correnti			a prezzi 1970		
	1976	1975	1976	1974/1973	1975/1974	1976/1975	1974/1973	1975/1974	1976/1975
AGRICOLTURA	2.344	7,6	8,3	31,1	25,4	33,8	1,3	3,4	11,8
Imprese: private	2.155	7,4	7,6	37,7	34,0	26,5	6,4	10,5	5,8
pubbliche (1)	189	0,2	0,7	–11,9	–61,1	285,7	–31,6	–67,9	220,0
INDUSTRIA	8.663	29,5	28,3	37,3	–5,2	15,9	6,2	–21,9	–1,9
Imprese: private	5.843	18,7	19,0	50,1	–13,8	22,6	17,3	–29,1	3,8
pubbliche	2.820	10,8	9,3	14,5	15,0	4,0	–13,0	–5,2	–11,9
SERVIZI	7.311	25,6	27,3	28,9	5,3	28,4	3,7	–11,1	9,1
Imprese: private	4.738	16,2	16,8	33,5	1,0	27,7	7,2	–15,3	5,6
pubbliche	2.573	9,4	10,5	20,0	14,6	29,6	–2,5	–2,7	15,3
ABITAZIONI	8.179	28,8	27,8	36,3	5,5	17,8	2,7	–10,9	–1,2
Imprese: private	7.489	26,6	25,4	34,4	3,2	16,5	1,2	–12,8	–2,3
pubbliche	(2) 690	2,2	2,4	82,6	44,9	33,7	36,9	22,5	12,0
TOTALE	26.497	91,5	91,7	34,3	2,8	21,2	4,1	–13,9	2,5
Imprese: private	20.225	69,0	68,8	39,2	–0,6	21,8	7,7	–16,7	2,1
pubbliche	6.272	22,5	22,9	19,0	15,1	19,2	–7,1	–3,9	3,9
AMMINISTRAZIONE PUBBLICA	2.313	8,5	8,3	17,9	21,3	22,8	–2,8	–2,0	–0,6
INVESTIMENTI FISSI LORDI	28.810	100,0	100,0	33,1	4,0	21,3	3,5	–13,0	2,3
di cui: settore pubblico	8.585	31,0	31,2	18,8	16,7	20,2	–6,0	–3,4	2,7

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.
(1) Pagamenti dello Stato per le spese di investimento. – (2) Stima.

A differenza degli anni precedenti l'aumento degli investimenti fissi in termini reali ha riguardato in misura percentualmente non molto diversa le imprese pubbliche e quelle private. Tuttavia, mentre per

queste ultime i tassi di crescita non presentano differenze apprezzabili tra i diversi rami produttivi (fuorché per il comparto abitativo che presenta una lieve diminuzione in termini reali), per il settore pubblico una flessione degli investimenti nell'industria si contrappone a una forte crescita negli altri comparti, anche per effetto degli stanziamenti previsti dalle leggi emanate nel 1975 a favore degli investimenti sociali e dell'agricoltura (legge 27 maggio 1975, n. 166 e leggi n. 492 e n. 493 del 16 ottobre 1975). Stazionari infine sono risultati gli investimenti direttamente effettuati dalla Amministrazione pubblica (tav. D 5).

Le scorte. — La sostenuta formazione di scorte avvenuta nel 1976 trae origine dai settori dell'industria e del terziario e, in particolare, deriva sia da un nuovo accumulo di materie prime e di semilavorati dopo la forte diminuzione dell'anno precedente, sia dal riallineamento delle giacenze di prodotti finiti su livelli adeguati alla domanda. Nonostante una leggera flessione nelle scorte di materie agricole, l'accrescimento delle giacenze ha raggiunto, a prezzi 1970, un valore elevato (1.329 miliardi), non distante da quelli massimi del biennio 1973-74 (tav. aD 1).

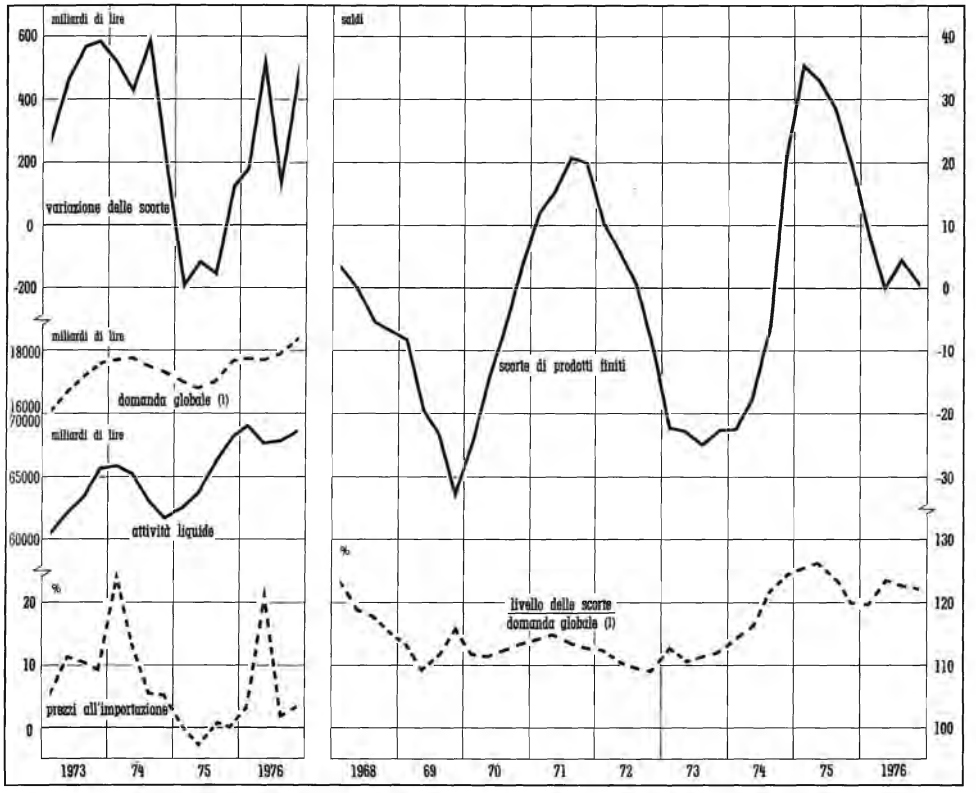
L'evoluzione nel corso del 1976 è collegabile sia all'andamento della domanda globale sia alle caratteristiche di investimento a breve, allo stesso tempo serbatoio di liquidità e fenomeno speculativo, che le giacenze sempre piú sono andate assumendo negli ultimi anni.

La ripresa della domanda a partire dalla seconda metà del 1975, in presenza di una piú favorevole situazione di liquidità dell'intero sistema economico e di sensibili accelerazioni dei prezzi in lire delle merci importate, ha stimolato nel primo e nel secondo trimestre una forte accumulazione di scorte. Successivamente, l'adozione di provvedimenti valutari e di misure di carattere monetario e creditizio, unitamente all'arresto del deprezzamento del cambio, hanno interrotto l'accrescimento delle scorte di natura speculativa senza impedire, tuttavia, soprattutto nello scorcio dell'anno, che le imprese continuassero nell'adeguamento di carattere fisiologico delle giacenze alle condizioni della domanda.

Il rapporto tra l'ammontare delle giacenze e la domanda globale (al netto dei consumi collettivi e della variazione delle scorte), notevolmente accresciutosi a partire dalla fine del 1973 rispetto al valore medio degli anni precedenti, anche nel 1976 è rimasto su livelli elevati denotando la tendenza delle imprese, in un periodo inflazionistico, ad accrescere la quota di investimenti a piú breve sca-

denza (fig. D 2). Data la maggiore volatilità delle scorte tra le componenti della domanda, sono derivati una piú elevata instabilità della fase ciclica e un piú pronto impatto delle politiche monetarie nelle fasi di controllo della domanda globale.

Fig. D 2



Andamento delle scorte e loro principali determinanti

(1) La domanda globale è al netto dei consumi collettivi e della variazione delle scorte.

Nota: **La variazione delle scorte, la domanda globale, le attività liquide dell'economia e il livello delle scorte sono espressi a prezzi 1970; i prezzi all'importazione sono indicati in termini di variazioni percentuali di un trimestre su quello precedente; le scorte di prodotti finiti sono i saldi semplici delle risposte positive e negative degli operatori all'indagine Isco–Mondo Economico.**

Il rapporto tra il livello delle giacenze e la domanda risulta utile anche per l'interpretazione dell'andamento delle scorte nel corso del 1976 quando si effettui un confronto, pur con le cautele derivanti dall'utilizzo di diverse fonti statistiche, con i giudizi espressi dagli imprenditori industriali nelle indagini mensili Isco-Mondo Economico. Tali giudizi, riferiti al livello delle scorte di prodotti finiti rispetto ai livelli di produzione e di domanda, mostrano, nella prima metà del 1976, un rapido passaggio dalla situazione di forte eccedenza a quella di normalità. Il rapporto tra le giacenze complessive e la domanda globale risulta, invece, nello stesso periodo di tempo, in forte ascesa. Ne deriverebbe, nel primo semestre, un accumulo di scorte di materie prime largamente superiore a quello di prodotti finiti e di semilavorati, se si suppone che le giacenze dell'agricoltura si siano mantenute intorno ai loro valori normali. Nel terzo e quarto trimestre, invece, l'oscillazione delle scorte delle materie prime non sembrerebbe essere molto diversa da quella dei prodotti finiti (fig. D 2).

Gli investimenti produttivi. — Il rallentamento nel processo di accumulazione risulta particolarmente evidente nel settore industriale dove alla rilevante flessione del 1975 (— 21,9 per cento) si è aggiunta, nell'anno appena trascorso, un'ulteriore diminuzione (— 1,9 per cento); l'attività di investimento del 1976 è cosí risultata minore, in termini reali, di quella del 1969. Nell'agricoltura, invece, un massiccio ricorso

Tav. D 6

INVESTIMENTI PRODUTTIVI

Rami	Miliardi di lire	Variazioni percentuali							
		prezzi correnti		prezzi 1970					
	1976	1975/1974	1976/1975	1971/1970	1972/1971	1973/1972	1974/1973	1975/1974	1976/1975
Agricoltura	2.344	*25,4*	*33,8*	*5,5*	*4,5*	*–3,4*	*1,3*	*3,4*	*11,8*
Industria	8.663	*–5,2*	*15,9*	*–0,8*	*–2,5*	*13,0*	*6,2*	*–21,9*	*–1,9*
Totale . . .	11.007	*–0,6*	*19,3*	*0,3*	*–1,2*	*9,9*	*5,4*	*–17,8*	*0,9*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

alla meccanizzazione si è tradotto in uno sviluppo degli investimenti totali dell' 11,8 per cento, valore che sale al 20,0 se si escludono le bonifiche, i miglioramenti e le trasformazioni fondiarie. Come complesso dei due settori, gli investimenti produttivi si sono lievemente accresciuti (0,9 per cento in termini reali; tav. D 6).

Tav. D 7

INVESTIMENTI FISSI LORDI NELL'INDUSTRIA DELLE IMPRESE PRIVATE E PUBBLICHE

(composizione percentuale)

Imprese	1963	1965	1967	1969	1971	1973	1974	1975	1976
Private	66,1	56,2	66,6	64,9	53,4	63,5	69,6	63,6	65,0
Pubbliche	33,9	43,8	33,4	35,1	46,6	36,5	30,4	36,4	35,0
di cui: elettriche	*10,5*	*17,6*	*17,1*	*16,4*	*16,1*	*11,9*	*10,6*	*13,5*	*13,9*

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

La flessione del settore industriale è imputabile alle imprese pubbliche, la cui quota sul totale degli investimenti è scesa di circa un punto e mezzo (tav. D 7). L'attività di investimento del comparto pubblico è stata condizionata sia dalle difficoltà incontrate dall'ENEL nel-

l'ottenimento delle autorizzazioni amministrative per la localizzazione degli impianti di produzione, sia dalla forte riduzione degli investimenti chimici per l'esaurirsi di alcune realizzazioni e per il rinvio dei nuovi programmi, sia infine dalla situazione di generale incertezza in cui versa attualmente tutto il settore delle partecipazioni statali.

Per le imprese private, al contrario, è ripreso, nel 1976, sia pure cautamente, il processo di riorganizzazione dell'apparato produttivo iniziato con gli anni settanta e imposto dai mutati rapporti di lavoro.

Come è stato ripetutamente indicato nelle Relazioni degli anni precedenti, nel periodo 1970-74 le imprese italiane hanno compiuto un notevole sforzo di accumulazione che appare tanto piú importante e oneroso se confrontato con quello effettuato dagli altri paesi CEE. In tali anni l'industria italiana è stata quella che ha accresciuto in misura superiore agli altri paesi l'investimento, nonostante che la diminuzione dei profitti lordi in termini reali fosse risultata la piú elevata a livello comunitario con la sola eccezione del Regno Unito (tav. D 8).

Tav. D 8

INVESTIMENTI INDUSTRIALI E ALCUNE LORO DETERMINANTI NEI PAESI DELLA CEE

(media delle variazioni percentuali annue 1970-74 sui valori in termini reali)

Paesi	Investimenti industriali	Profitti lordi industriali (1)	Prodotto lordo industriale
Belgio	3,7	−1,8	6,9
Danimarca	3,4	1,5	3,6
Francia	5,2	5,2	5,4
Germania federale	−0,9	2,0	3,3
Paesi Bassi	3,0	6,8	5,8
Regno Unito	1,6	−7,0	1,7
Italia	5,6	−3,7	5,7

Fonte: Istituto statistico delle comunità europee, *Annuario conti nazionali.*

(1) I profitti lordi industriali sono stati ottenuti tramite la differenza tra il prodotto lordo e il reddito da lavoro dipendente nel settore industriale; il tutto è stato diviso per i prezzi impliciti degli investimenti nell'industria.

I vincoli sui prezzi imposti dalla concorrenza internazionale sui mercati nazionali ed esteri hanno spinto, infatti, le imprese a fronteggiare gli incrementi salariali attraverso un aumento dell'intensità di capitale per occupato al fine di contenere, in termini di unità di prodotto, il costo del lavoro. Questa tendenza è stata favorita fino al 1973 dalla sostanziale stazionarietà dei tassi di interesse che si rifletteva in un rapporto crescente

tra il prezzo del fattore lavoro e quello del fattore capitale cosicché le industrie, mediante un processo di investimento finanziato largamente con l'indebitamento, hanno teso attivamente a sostituire il primo fattore con il secondo. A partire dal 1974 l'aumento dei tassi di interesse, innestatosi su una struttura finanziaria delle imprese già deteriorata dalla insufficiente redditività della gestione economica, ha sensibilmente ridotto

Tav. D 9

PREZZI RELATIVI DEI FATTORI, INTENSITA' DI CAPITALE, INVESTIMENTI E PROFITTI IN UN GRUPPO DI 328 SOCIETA' DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

Anni	Salario per occupato / costo per unità di capitale fisico (1)	Capitale per occupato *(milioni)* (2)	Capitale / prodotto *(milioni)* (2)	Investimenti *(miliardi)*	Profitti lordi *(miliardi)* (3)	Rapporto debiti / totale attivo (3)
			Imprese private			
1965	3,76	12,5	1,23	443,9	511,2	35,6
1966	3,78	13,3	1,20	508,1	561,7	35,4
1967	4,32	14,0	1,18	623,8	647,6	36,1
1968	4,12	14,7	1,15	692,2	628,5	36,7
1969	4,41	14,8	1,17	803,1	718,6	36,6
1970	4,82	15,2	1,19	1124,5	748,6	36,8
1971	5,02	16,6	1,24	1262,3	795,2	39,8
1972	5,15	17,3	1,24	1050,7	639,1	42,3
1973	5,13	17,8	1,25	942,9	722,2	42,0
1974	4,47	18,2	1,22	1354,5	1278,6	42,6
1975	4,59	20,6	1,31	1469,6	1544,4	45,8
			Imprese pubbliche			
1965	4,83	18,6	1,28	306,5	131,9	51,7
1966	4,39	21,4	1,36	250,8	138,8	52,7
1967	4,83	22,0	1,25	261,4	158,0	52,2
1968	4,80	23,7	1,23	255,1	174,2	52,7
1969	4,80	24,5	1,22	282,1	183,4	52,5
1970	5,43	24,3	1,19	491,7	231,4	51,9
1971	6,00	25,2	1,23	788,3	222,6	54,1
1972	6,33	26,6	1,26	832,1	146,8	58,1
1973	6,18	28,4	1,28	833,6	195,1	60,4
1974	4,77	29,3	1,26	754,3	458,0	59,2
1975	4,87	30,1	1,37	865,1	608,4	63,3

(1) Il costo per unità di capitale fisico è dato dal rapporto tra gli oneri finanziari e gli ammortamenti al numeratore e lo *stock* di capitale, espresso a prezzi 1970, al denominatore. — (2) Prezzi 1970. — (3) Dati sfasati di un anno.

il rapporto tra il costo del lavoro e quello delle fonti interne ed esterne di finanziamento (tav. D 9) e ha generato remore a contrarre nuovi debiti, stante il carattere pluriennale degli impegni da assumere a tassi

elevati. La forte caduta della redditività e la flessione della domanda hanno poi inferto, nel 1975, un brusco arresto al processo di sostituzione del lavoro con il capitale. La necessità di procedere a una riorganizzazione dell'apparato produttivo non è tuttavia venuta meno; nella situazione piú recente è solo divenuto meno agevole il processo di aumento dell'intensità di capitale.

In questa situazione, nel 1976, il ripristino di piú favorevoli condizioni di profittabilità e l'inversione del quadro congiunturale non si sono tradotti in una sostenuta crescita degli investimenti industriali del settore privato. Vi è stata una sorta di pausa, di allungamento delle attese da parte delle imprese a cui non sono stati estranei né elementi generali di incertezza, legati al quadro socio-economico di riferimento, né fattori congiunturali, quali il rapido sviluppo della produttività e la svalutazione del tasso di cambio.

Il deprezzamento della lira si è riflesso in un ampliamento dei profitti del settore industriale: alla crescita dei prezzi finali non è seguíto, infatti, per gli sfasamenti attraverso i quali opera il meccanismo della scala mobile, un pari e immediato incremento del costo del lavoro; il primo effetto tuttavia è stato quello di allentare la pressione della concorrenza internazionale e rendere quindi meno impellente il processo di ulteriore razionalizzazione dell'apparato produttivo.

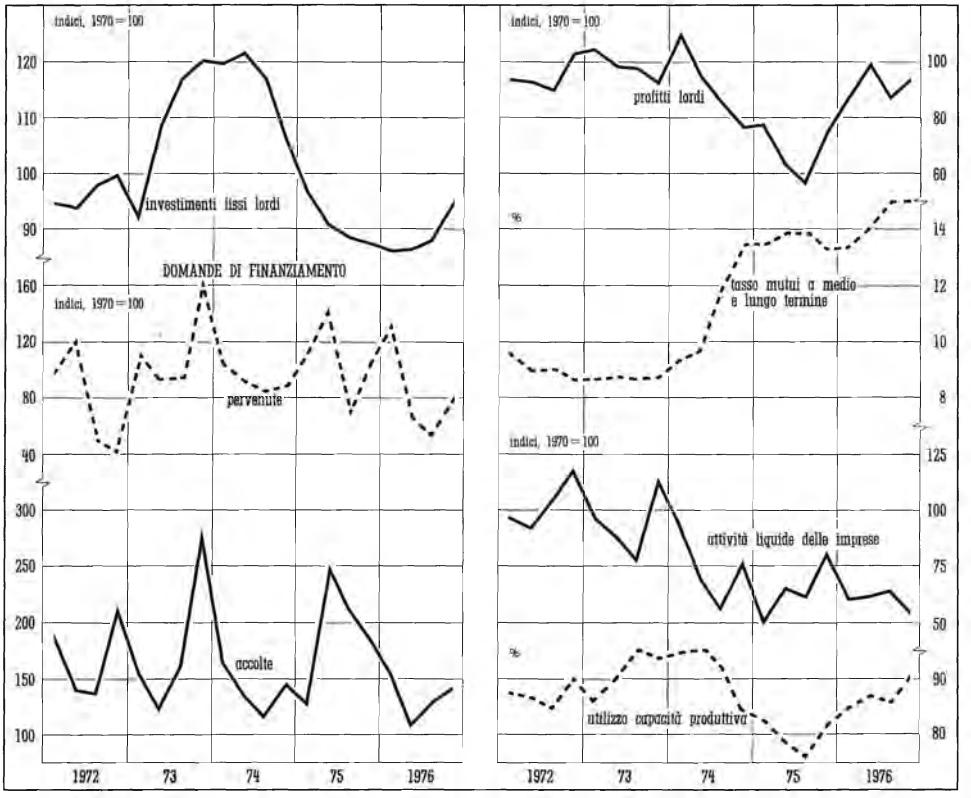
L'attività di investimento del settore industriale è cosí risultata solo lentamente crescente nell'arco del 1976. Nonostante il contenimento dell'espansione creditizia attuato progressivamente nel corso dell'anno, l'aumento del grado di utilizzo della capacità occupata e le maggiori disponibilità liquide delle imprese derivanti dalla ripresa dei profitti hanno spinto verso un sia pur limitato incremento dell'investimento, in ispecie in impianti, macchinari e mezzi di trasporto, soprattutto nel quarto trimestre. A un'evoluzione piú vigorosa è mancato l'apporto dell'avvio di programmi di investimento di rilevante consistenza.

Sotto tale profilo, l'evoluzione degli accoglimenti delle domande di finanziamento rivolte agli istituti speciali, oltre che la dinamica delle stesse richieste pervenute, non faceva nutrire, fin dall'inizio dell'anno, grandi speranze (fig. D 3).

Invero, nell'ultima parte del 1975, si era assistito a una ripresa delle domande di finanziamento alla quale non aveva corrisposto una parallela crescita degli accoglimenti a seguito della difficoltà nella raccolta di fondi da parte degli istituti speciali. Ciò si era tradotto, da un lato, in una flessione, in termini reali, delle domande presentate per tutti i primi tre trimestri del 1976; dall'altro, in un ritiro, da parte delle imprese, di richieste di finanziamenti per un importo complessivamente rilevante. Il maggior impegno mostrato dagli istituti, a partire dal terzo trimestre, nell'accoglimento delle domande ha avuto ripercussioni solo nello scorcio del 1976 in una piú favorevole dinamica delle domande di finanziamento.

Le imprese, nell'attuale situazione economica, appaiono riluttanti ad avventurarsi in programmi di investimento di largo respiro e la loro politica sembra rivolta essenzialmente a trovare una migliore combinazione dei fattori attraverso investimenti marginali in impianti, macchine e mezzi di trasporto nell'ambito della struttura produttiva esistente. E' difficile stabilire quanto ciò derivi dalle attese che nel mondo

Fig. D 3



Investimenti fissi lordi nell'industria e loro principali determinanti

Nota: **Gli investimenti fissi lordi, le domande di finanziamento pervenute e accolte, i profitti lordi e le attività liquide delle imprese sono espressi a prezzi costanti sulla base del deflatore degli investimenti. I dati degli investimenti fissi lordi sono destagionalizzati, al pari di quelli dei profitti lordi, ottenuti dalla differenza tra valore aggiunto e reddito da lavoro dipendente. Le domande di finanziamento, pervenute e accolte, concernono le richieste di fondi agli istituti speciali di credito mobiliare effettuate da parte del settore industriale, con l'eccezione di quelle relative ai crediti all'esportazione.**

imprenditoriale sono state introdotte dalle previste agevolazioni contenute nel disegno di legge sulla riconversione industriale oppure dalle incertezze generali sul quadro economico del medio periodo. E' certo che il prolungarsi di una situazione quale quella attuale pregiudica la possibilità per l'industria di mantenere adeguati livelli di competitività, una volta esauriti (e ciò avviene in tempi brevi) i vantaggi della svalutazione. Gli stessi strumenti legislativi, predisposti per l'adeguamento

del capitale fisso delle industrie attraverso sostanziali diminuzioni del costo del finanziamento, presentano ritardi per la loro operatività; gli adempimenti previsti per l'attuazione del Fondo nazionale per il credito agevolato ne pregiudicano l'efficacia sui risultati del 1977, mentre il disegno di legge sulla riconversione industriale non è stato ancora approvato dal Parlamento.

Una conferma della diminuzione degli investimenti fissi delle imprese industriali nell'anno in esame è fornita dai risultati della consueta indagine effettuata presso le imprese tramite le nostre Filiali.

Sulla base delle informazioni ottenute dalle oltre 900 aziende intervistate, in prevalenza di grandi dimensioni (il 22 per cento circa del campione è costituito da aziende con piú di 1.000 addetti), risulta infatti che il valore degli investimenti realizzati è stato del 4,3 per cento inferiore a quello dell'anno precedente. La diminuzione è concentrata nel comparto delle imprese a partecipazione pubblica, la cui accumulazione lorda di capitale è stata superiore a quella del 1975 nelle regioni centro-settentrionali mentre è diminuita, in misura notevole, nel Mezzogiorno; le aziende private, invece, hanno incrementato il flusso di investimenti in entrambe le aree geografiche.

Per quanto concerne il 1977, le imprese intervistate presentano, in media, programmi discretamente espansivi che interessano principalmente le regioni centro-settentrionali. Questa previsione positiva (aumento degli investimenti del 12 per cento circa) sembra dovuta sia alla necessità di proseguire nell'opera di razionalizzazione degli impianti, parzialmente arrestatasi nel biennio precedente, sia alla migliore situazione dei conti economici delle imprese stesse. Peraltro, come già nell'anno precedente, sono numerose le imprese per le quali il clima di incertezza esistente nel sistema economico si riflette in una mancanza di programmi di investimento. Ne deriva che, se nel calcolo delle previsioni si considerano (con investimenti pari a zero) anche quelle imprese (36 per cento del totale) che si sono astenute dall'indicare i programmi per l'anno in corso, l'accumulazione lorda di capitale si riduce di 5 punti percentuali.

Per quanto riguarda i rami di attività economica, le indicazioni fornite dagli imprenditori mettono in evidenza una piú sostenuta attività d'investimento nei comparti dei mezzi di trasporto, della meccanica, della chimica e delle materie plastiche, e una flessione nei settori della metallurgia e dei derivati del petrolio e del carbone, dove il ridotto apporto delle aziende a partecipazione statale non è stato controbilanciato, come in altri settori, da un maggior impegno delle imprese private.

Gli investimenti nei servizi. — La crescita degli investimenti nei servizi, seppure modesta, è risultata maggiore (3,1 per cento in quantità) di quella degli investimenti produttivi. L'incremento medio nasconde profonde differenze tra i settori: notevoli aumenti nei comparti dei « trasporti e comunicazioni » (11,1 per cento) e del « commercio, credito e assicurazioni » (7,3 per cento) si sono contrapposti alla prosecuzione delle diminuzioni per le abitazioni (—1,2 per cento) e per i servizi non destinabili alla vendita (— 0,6 per cento; tav. D 10).

Nel settore dei trasporti si è accentuata l'azione di ammodernamento e di potenziamento della rete ferroviaria, favorita dagli stanziamenti deliberati nel 1974 e nel 1975. La presentazione al CIPE, nello scorcio del 1976, del piano poliennale di sviluppo della rete ferroviaria nazionale permette di inquadrare i futuri investimenti del settore in un contesto di minore frammentarietà e in una visione di medio periodo degli interventi. Anche gli investimenti nel comparto dei trasporti marittimi e aerei sono risultati in forte espansione, beneficiando i primi della progressiva attuazione del piano Finmare per una maggiore specializzazione del trasporto nazionale e i secondi dell'acquisto di aviomobili da parte della compagnia di bandiera.

Tav. D 10

INVESTIMENTI NEI SERVIZI

Rami	Miliardi di lire	Variazioni percentuali					
		prezzi correnti				prezzi 1970	
	1976	1973/1972	1974/1973	1975/1974	1976/1975	1975/1974	1976/1975
Trasporti e comunicazioni .	3.492	*31,7*	*20,8*	*15,5*	*29,1*	*–3,6*	*11,1*
di cui:							
Aziende autonome							
Ferrovie dello Stato . .	589	*–13,5*	*9,3*	*27,6*	*87,6*		
Poste e telegrafi	148	*76,0*	*34,1*	*79,7*	*39,6*		
Partecipazioni statali							
Telefoni	1.182	*38,4*	*16,2*	*28,4*	*20,0*		
Rai-TV	8	–	*33,3*	–	–		
Trasporti marittimi . .	236	*122,2*	*180,0*	*132,1*	*81,5*		
Trasporti aerei	76	*118,8*	*–17,1*	*–5,2*	*38,2*		
Commercio, credito, assicurazioni e altri servizi . . .	3.819	*26,6*	*35,7*	*–2,4*	*27,7*	*–17,1*	*7,3*
Abitazioni	8.179	*22,4*	*36,3*	*5,5*	*24,2*	*–10,9*	*–1,2*
Servizi non destinabili alla vendita	2.313	*14,2*	*17,9*	*21,3*	*22,8*	*–2,0*	*–0,6*
di cui:							
ANAS	415	*13,2*	*24,0*	*0,2*	*2,7*		
TOTALE . . .	**17.803**	**23,8**	**30,9**	**7,2**	**22,6**	**–9,9**	**3,1**

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Per quanto riguarda il comparto delle telecomunicazioni è proseguita l'opera di ampliamento e di potenziamento della rete telefonica, facilitata dall'aumento delle disponibilità finanziarie conseguenti alle

ripetute modifiche tariffarie dell'ultimo biennio; al contempo i servizi postali e telegrafici hanno usufruito degli stanziamenti previsti dalla legge n. 227 del 1975 sulla meccanizzazione e automazione delle rispettive attività.

L'aumento dei consumi in termini reali ha influenzato l'attività di investimento del settore commerciale, il cui tasso di crescita non è stato tuttavia neppure sufficiente a bilanciare metà della flessione del 1975.

Per il terzo anno consecutivo sono diminuiti gli investimenti dei servizi non destinabili alla vendita, rappresentati essenzialmente dalle opere pubbliche. Le difficoltà di carattere amministrativo in cui si dibattono le regioni (alle quali attualmente compete la realizzazione delle principali infrastrutture) e l'aumento dei costi di costruzione hanno determinato una ulteriore leggera flessione nella realizzazione di opere pubbliche, che potrebbe aggravarsi nel futuro, data l'inadeguatezza degli stanziamenti previsti dalle leggi esistenti.

Un maggiore intervento dell'operatore pubblico non ha impedito una ulteriore diminuzione degli investimenti in abitazioni. Nonostante le notevoli difficoltà nell'acquisizione e nell'urbanizzazione delle aree, l'ingente ammontare di fondi, mobilizzato direttamente e indirettamente dalla legge n. 865 del 1971 e successivamente dalle già richiamate leggi n. 166 e n. 492 del 1975, ha fatto sí che la quota di investimenti realizzata dal settore pubblico superasse nel 1976 l'8 per cento (tav. D 11).

Tav. D 11

INVESTIMENTI PUBBLICI E PRIVATI IN ABITAZIONI

(composizione percentuale)

Voci	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Investimenti: pubblici	6,9	4,9	3,6	3,5	3,3	4,0	5,4	7,4	8,4
privati	93,1	95,1	96,4	96,5	96,7	96,0	94,6	92,6	91,6

Fonte: Nostra elaborazione su dati del Comitato Edilizia Residenziale.

L'attività di costruzione di iniziativa privata è risultata ancora in flessione; i rifinanziamenti dell'edilizia agevolata e convenzionata (effettuati sempre in base alle leggi n. 166 e n. 492) non sono stati sufficienti a provocare un'inversione del ciclo. Sono mancate, in particolare, le nuove iniziative; le progettazioni sono aumentate solo del 5 per cento rispetto ai già bassi livelli dell'anno precedente.

L'aumento della domanda da parte delle famiglie (abitualmente correlata con l'incremento del reddito disponibile) ha cosí determinato, in presenza di una diminuzione dell'offerta di nuove abitazioni (— 17 per cento circa), un rincaro dei prezzi, che ha ecceduto quello degli altri indicatori della perdita di potere d'acquisto della collettività nazionale. Ne è derivato un allargamento del divario tra i livelli delle quotazioni, alle quali l'edilizia privata è attualmente disposta a produrre nuovi alloggi, dati i costi di costruzione, e i livelli dei prezzi accessibili per le famiglie a piú ridotto reddito, tra le quali meno diffusa è la proprietà dell'abitazione (tav. D 12).

Tav. D 12

DISTRIBUZIONE DELLE FAMIGLIE PER TITOLO DI GODIMENTO DELL'ABITAZIONE E PER CLASSI DI REDDITO

(anno 1975)

Classi di reddito (milioni di lire)	Percentuale di famiglie per classi di reddito	Titolo di godimento dell'abitazione			Percentuale di famiglie in affitto per classi di reddito sul totale delle famiglie italiane
		(composizione percentuale)		migliaia di famiglie	
		possesso	*affitto o altro titolo*		
fino a 1	5,4	28,3	71,7	661	3,8
da 1–2	14,0	46,6	53,4	1.276	7,4
da 2–3,5	26,7	43,7	56,3	2.565	15,0
da 3,5–5	22,7	46,6	53,4	2.068	12,0
da 5–7	15,2	49,5	50,5	1.310	7,6
da 7–oltre	16,0	64,4	35,6	972	5,7
	100,0	**48,5**	**51,5**	**8.852**	**51,5**

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine campionaria sul reddito e il risparmio delle famiglie.*

In prospettiva, la recente legge sull'edificabilità dei suoli (legge 28 gennaio 1977, n. 10), se ha rimosso alcuni ostacoli legati all'urbanizzazione delle aree e alla loro disponibilità, non sembra, tuttavia, favorire una riduzione dei costi; anzi, il sistema di concessione a titolo oneroso verrà a costituire una spesa aggiuntiva da trasferire sugli acquirenti di immobili.

(E) L'offerta interna

L'attività agricola.

I risultati produttivi. — Le sfavorevoli condizioni meteorologiche, caratterizzate da una prolungata siccità nelle regioni settentrionali e da intense perturbazioni e piogge nel centro e nel meridione, hanno influito negativamente sulla produzione agricola del 1976 che è diminuita dell' 1,1 per cento in termini reali rispetto all'anno precedente (tav. E 1) nonostante un incremento del 5,4 per cento nei consumi intermedi e un sensibile rallentamento nella caduta dell'occupazione (— 1,2 per cento contro un decremento medio del 3,5 per cento nel triennio precedente). Dato l'incremento dei consumi intermedi e la riduzione dei contributi alla produzione, il valore aggiunto al costo dei fattori è diminuito maggiormente (— 4,3 per cento), riportandosi a un livello di poco superiore a quello raggiunto nel 1967.

Tav. E 1

PRODUZIONE VENDIBILE E VALORE AGGIUNTO DELL'AGRICOLTURA

Voci	Valore a prezzi correnti (miliardi di lire) 1976	Variazioni percentuali sull'anno precedente					
		valore		volume		prezzo	
		1975	1976	1975	1976	1975	1976
Produzione vendibile	15.715	*17,8*	*19,5*	*2,9*	*–1,1*	*14,5*	*20,8*
Coltivazioni: erbacee e foraggere . .	5.556	*16,2*	*27,1*	*4,3*	*–1,6*	*11,4*	*29,2*
legnose	3.333	*11,3*	*–1,2*	*2,3*	*–8,7*	*8,8*	*8,2*
Allevamenti zootecnici	6.336	*24,2*	*26,6*	*2,6*	*3,8*	*21,1*	*22,0*
Silvicoltura e pesca	490	*18,6*	*22,2*	*–4,5*	*4,7*	*24,2*	*16,7*
Consumi intermedi (–)	4.467	*14,3*	*26,2*	*1,5*	*5,4*	*12,6*	*19,7*
Contributi alla produzione (+)	493	*74,7*	*–3,3*	*27,8*	*–18,1*	*36,7*	*18,1*
Valore aggiunto al costo dei fattori . .	11.741	*21,1*	*16,0*	*4,7*	*–4,3*	*15,7*	*21,2*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

I risultati piú negativi si sono registrati nelle colture legnose, i cui prodotti sono diminuiti di quasi il 9 per cento nonostante il buon andamento che ha contraddistinto la maggior parte delle colture agrumarie e frutticole. La produzione viticola ha presentato infatti un'ulte-

riore contrazione del 6 per cento dopo quella dell'8 per cento avvenuta nel 1975, mentre la riduzione del raccolto delle olive, pur scontata dopo un'annata di carica eccezionalmente favorevole, ha raggiunto il 35 per cento e ha quindi comportato una perdita del 6 per cento anche rispetto al 1974.

Fra i prodotti delle coltivazioni erbacee, diminuiti nel complesso dell'1,6 per cento, hanno risentito del maltempo soprattutto i cereali (— 4,4 per cento) e in particolare il frumento duro e il riso, i cui raccolti si sono ridotti rispettivamente del 12 e dell'11 per cento nonostante il consistente incremento delle superfici coltivate; la resa media per ettaro del grano duro è ridiscesa da 22 a 18 quintali e quella del riso da 57 a 48,5. Insoddisfacente è stata anche la produzione di ortaggi, la cui diminuzione (— 1,1 per cento) riflette tuttavia soprattutto la contrazione (— 14 per cento) avvenuta nel raccolto dei pomodori, mentre un'ulteriore espansione si è registrata nella produzione della barbabietola da zucchero che ha superato del 16 per cento il livello del 1975 e del 90 per cento quello, minimo, toccato nel 1974. Tale incremento, realizzato grazie all'ampliamento delle superfici coltivate e a un consistente miglioramento delle rese favorito nel 1976 anche dall'andamento climatico, ha permesso di ridurre sostanzialmente la dipendenza dall'estero per l'approvvigionamento dello zucchero, le cui importazioni sono scese nel 1976, nonostante il forte aumento dei consumi interni, a meno di 3 milioni di quintali, contro 6,6 nel 1975 e 7,2 nel 1974.

Positivi sono stati anche i risultati della produzione zootecnica, il cui incremento (3,8 per cento) ha confermato la tendenza espansiva degli ultimi anni. Per quanto riguarda in particolare gli allevamenti bovini, sono aumentate sia la produzione di carne (5,1 per cento) sia la consistenza dei capi, che è salita nel corso dell'anno da 8,5 a 8,8 milioni. Maggiore è stata anche la produzione di carni suine (2,7 per cento) e ovino-caprine (10,6 per cento), di pollame (7,5 per cento) e di latte (2,1 per cento).

L'andamento dei prezzi e dei redditi agricoli. — L'accelerazione della dinamica inflazionistica che ha accompagnato la ripresa congiunturale iniziata nell'autunno del 1975 si è estesa anche al settore agricolo, dove si è manifestata con rincari molto differenziati ma nel complesso assai piú elevati di quelli registrati nell'anno precedente. Hanno influito sulla lievitazione dei prezzi agricoli sia fattori d'ordine generale, quali

il deprezzamento della moneta e l'aumento dei costi interni, sia squilibri settoriali tra domanda e offerta determinati dal cattivo andamento di alcune produzioni all'interno del Paese e in altre regioni della CEE.

Particolarmente accentuati sono stati i rincari dei prodotti delle coltivazioni erbacee (29,2 per cento contro 11,4 nel 1975), che hanno interessato quasi tutte le produzioni raggiungendo il 52 per cento per gli orticoli (164 per cento per la patata). Tra i cereali sono cresciuti soprattutto i prezzi del grano tenero (34 per cento), del riso (32 per cento) e del mais (28 per cento), per effetto non solo della svalutazione della lira verde e delle misure valutarie, ma anche dell'aumento delle quotazioni determinato nella Comunità dalla riduzione della produzione interna, in contrasto con la tendenza al ribasso registrata dal mercato internazionale per la forte espansione della produzione mondiale. In notevole rialzo sono risultate anche le quotazioni dei prodotti lattiero-caseari e delle carni suine, mentre quelle del vino e, soprattutto, dell'olio hanno presentato aumenti contenuti, nonostante il cattivo andamento dei raccolti, per l'abbondanza delle scorte.

Nel complesso l'indice dei prezzi impliciti nella produzione vendibile è aumentato del 20,8 per cento contro il 14,5 per cento nel 1975, cosicché il valore aggiunto al costo dei fattori ha potuto accrescersi, a prezzi correnti, del 16 per cento nonostante la diminuzione della produzione e dei contributi e il forte incremento dei consumi intermedi. Minore è stata la crescita dei redditi da capitale e da lavoro autonomo (12,4 per cento), essendo le retribuzioni aumentate del 25 per cento.

Il miglioramento nel rapporto tra prezzi agricoli e non agricoli (fig. E 1) non ha potuto impedire un peggioramento a scapito dell'agricoltura del rapporto tra i redditi per addetto dei due settori, data la sensibile diminuzione della produttività relativa dell'agricoltura determinata dalla minor produzione di questa e soprattutto dalla forte ripresa ciclica delle attività industriali e terziarie; tale peggioramento ha tuttavia eroso solo in parte il notevole miglioramento conseguito nel 1975.

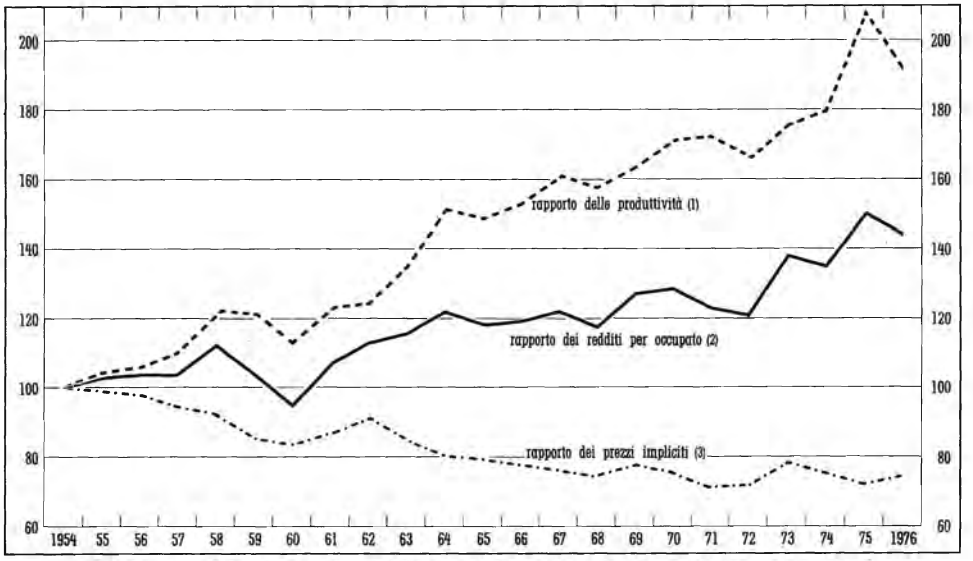
Il rapido deprezzamento della lira avvenuto nei primi mesi del 1976 ha ripresentato il problema dei criteri da seguire nell'aggiustamento della sua parità rispetto all'unità di conto.

Infatti, il vigente regime degli importi compensativi monetari, applicato a un paese importatore netto di prodotti agricoli e con moneta in fase di deprezzamento, come è l'Italia, comporta insieme vantaggi e inconvenienti.

I primi sono costituiti essenzialmente da un minor rincaro delle importazioni dei prodotti agricoli e dai conseguenti effetti di contenimento sull'esborso valutario per unità importata e sulla crescita dei

prezzi interni, i secondi da una compressione dei margini di redditività per le imprese agricole e dal connesso rischio di scoraggiare produzioni già deficitarie (carni, cereali, prodotti lattiero-caseari) e di indebolire ulteriormente il settore agricolo.

Fig. E 1



Evoluzione del rapporto fra redditi agricoli e non agricoli e delle sue componenti
(indici, base 1954=100)

Elaborazione su dati Istat

(1) Rapporto tra valore aggiunto al costo dei fattori (a prezzi costanti) per occupato nell'agricoltura e negli altri settori. — (2) Rapporto tra valore aggiunto al costo dei fattori (a prezzi correnti) per occupato nell'agricoltura e negli altri settori. — (3) Rapporto tra i prezzi impliciti nel valore aggiunto al costo dei fattori nell'agricoltura e negli altri settori.

Tenendo conto delle opposte esigenze, la lira verde fu svalutata in due riprese (5,6 per cento a marzo e 6,4 in aprile) nella primavera del 1976, ma in misura molto inferiore all'effettivo deprezzamento; la differenza fu coperta con il ripristino degli importi compensativi.

Nell'aprile del 1977 il valore della lira verde è stato avvicinato al tasso di cambio effettivo attraverso una nuova svalutazione del 7 per cento e gli importi compensativi sono stati ridotti. Nel contempo è stata ottenuta l'adozione di misure volte a contenere l'impatto inflazionistico che ne sarebbe derivato; in particolare, è stato limitato al 4,5 per cento l'incremento del prezzo di intervento per la carne bovina ed è stato ridotto il prelievo all'importazione per il granturco.

Il superamento del sistema degli importi compensativi appare peraltro uno dei principali temi da affrontare nell'ambito di un generale riesame della politica agricola comune.

Le prospettive di sviluppo delle strutture. — L'equilibrio dei prezzi, pur necessario, non è tuttavia sufficiente per assicurare quello sviluppo della produzione agricola dalla quale ormai dipendono in misura non piccola le possibilità di crescita dell'intera economia.

Il disavanzo dei settori agricolo e alimentare, dopo la leggera diminuzione registrata nel 1975 in connessione con la caduta della domanda interna, ha ripreso in modo accentuato la tendenza all'ampliamento manifestatasi negli ultimi anni, raggiungendo nel 1976 5.047 miliardi contro 3.527 nell'anno precedente e 1.684 nel 1971. Tale ampliamento è dipeso sia dal minor sviluppo quantitativo della produzione rispetto alla domanda, sia dallo spostamento dei consumi alimentari verso le componenti a piú elevato contenuto d'importazione, sia infine dal forte rincaro, soprattutto in lire, delle importazioni agricolo-alimentari.

Poiché è prevedibile che questi squilibri tendano a permanere anche in futuro e ad ampliarsi progressivamente con lo sviluppo del reddito, il contenimento del disavanzo agricolo-alimentare rappresenta un passaggio obbligato nel processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, perseguibile con un complesso coordinato di interventi intesi sia al riequilibrio della struttura dei consumi (soprattutto di prodotti zootecnici), sia al miglioramento quantitativo e qualitativo della produzione. Questo secondo obiettivo, che si pone non solo in relazione alla necessità di ridurre la dipendenza dall'estero nei settori piú deficitari (carni, lattiero-caseari, cereali da foraggio) ma anche all'esigenza di espandere le esportazioni nei settori piú congeniali (ortofrutticoli, vino), può essere realizzato in misura adeguata solo incidendo contemporaneamente sulla produttività e sulla superficie agricola utilizzabile. Il primo tipo di intervento è giustificato dall'ampio divario di rendimenti che tuttora sussiste anche all'interno delle zone piú fertili e che fa intravedere la possibilità di accrescere notevolmente la produzione con una maggiore diffusione della tecnologia e dei mezzi di produzione; il secondo deriva dalla necessità di assicurare una migliore utilizzazione del territorio, sia limitando l'impiego di zone fertili per usi non agricoli, sia intensificando le opere di irrigazione e di forestazione, sia incentivando la valorizzazione anche delle zone meno favorite.

Il perseguimento di questi obiettivi presuppone non solo una coerente politica dei prezzi, ma anche una vasta azione di potenziamento delle strutture intesa ad attenuare gli effetti dei principali limiti dell'agricoltura italiana, quali l'insufficiente dimensione delle aziende, la

ridotta diffusione delle capacità tecniche e manageriali, la scarsa integrazione con le attività di trasformazione e di commercializzazione dei prodotti agricoli. Tale azione dovrebbe essere integrata, a livello comunitario, da una piú completa applicazione ai nostri prodotti di esportazione del principio della preferenza comunitaria, necessaria soprattutto in vista dell'applicazione e della possibile estensione degli accordi mediterranei, e da opportuni adattamenti al principio dell'unicità di prezzo, non essendo pensabile che la specializzazione nella produzione agricola possa procedere oltre certi livelli in assenza di una completa integrazione economica e politica.

L'attività industriale.

Risultati generali. — Il rapido aumento della domanda globale, manifestatosi nella seconda metà del 1975, si è riflesso nel 1976 in un aumento del valore aggiunto industriale che, nella media dell'anno, è stato del 9,7 per cento (tav. E 2). La crescita ha consentito di riportare il volume del prodotto sui livelli già toccati due anni or sono senza però che il grado di utilizzazione degli impianti abbia raggiunto, anche alla fine del 1976, quello massimo del primo semestre del 1974 (fig. E 2).

Tav. E 2

VALORE AGGIUNTO AI PREZZI DI MERCATO DELLE ATTIVITA' INDUSTRIALI

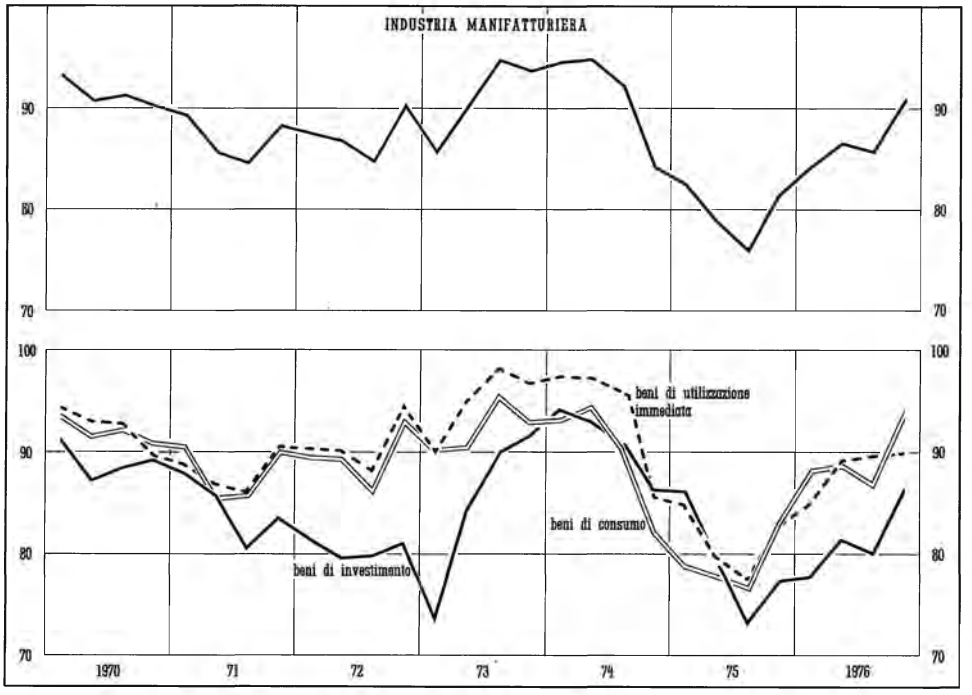
Voci	Valori a prezzi 1970 in miliardi di lire			Composiz. percent. 1976	Variazioni percentuali		
	1974	1975	1976		1974/73	1975/74	1976/75
VALORE AGGIUNTO:							
comprese costruzioni	28.786	26.217	28.758	*100,0*	*4,5*	*–8,9*	*9,7*
escluse costruzioni	23.817	21.618	24.216	*84,2*	*5,1*	*–9,2*	*12,0*
Prodotti:							
della trasformaz. industriale	19.777	17.854	20.069	*69,8*	*6,4*	*–9,7*	*12,4*
energetici	4.040	3.764	4.147	*14,4*	*–0,9*	*–6,8*	*10,2*
Costruzioni	4.969	4.599	4.542	*15,8*	*2,2*	*–7,4*	*–1,2*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Lo sviluppo dell'attività industriale ha interessato tutti i settori produttivi con la sola eccezione delle costruzioni il cui prodotto, nel 1976, ha proseguito, sia pure piú lentamente, nell'andamento discendente (— 1,2 per cento). La crescita

maggiore, per contro, ha riguardato la branca della trasformazione industriale (12,4 per cento) che più delle altre aveva risentito, nel 1975, della riduzione dell'attività.

Fig. E 2



Grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera

Nota: Per la metodologia di calcolo si rinvia all'appendice della Relazione per il 1966

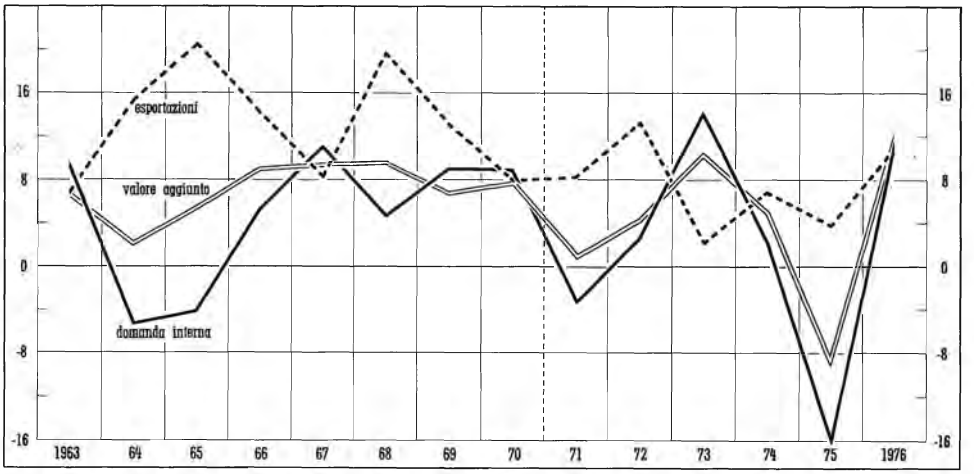
Gli stimoli alla crescita della produzione sono provenuti dal favorevole andamento di tutte le componenti della domanda, in particolare di quella estera e dell'accumulazione delle scorte.

Agli aumenti relativamente contenuti degli investimenti fissi lordi e dei consumi interni di prodotti industriali (2,3 e 5,8 per cento rispettivamente) si è contrapposta, infatti, una sensibile accelerazione delle esportazioni di manufatti (11 per cento circa contro un aumento di quasi il 4 per cento nel 1975; fig. E 3) che ha consentito, specialmente in alcuni rami d'industria, incrementi produttivi di particolare rilievo. Sulla produzione, poi, gli effetti dell'aumento di queste componenti della domanda sono stati amplificati, in corso d'anno, dalla ingente formazione di scorte.

L'aumento maggiore di produzione, rispondendo soprattutto alla domanda proveniente dall'estero e a quella per scorte, ha riguardato il comparto dei beni di consumo (15,3 per cento; tav. aE 1). A tale

incremento hanno contribuito principalmente le lavorazioni dei beni finali durevoli e di quelli intermedi: la produzione dei primi, tuttavia, nonostante un aumento del 19,4 per cento rispetto all'anno precedente, è rimasta, nella media dell'anno, su un livello inferiore a quello del 1974, mentre l'incremento dei secondi (17,8 per cento) ha compensato in misura piú che proporzionale la flessione subíta nel 1975.

Fig. E 3



Valore aggiunto, domanda interna ed esportazioni nell'industria in senso stretto

(variazioni percentuali annue su valori a prezzi 1963 fino al 1970; a prezzi 1970 per gli anni successivi)

Elaborazione su dati Istat

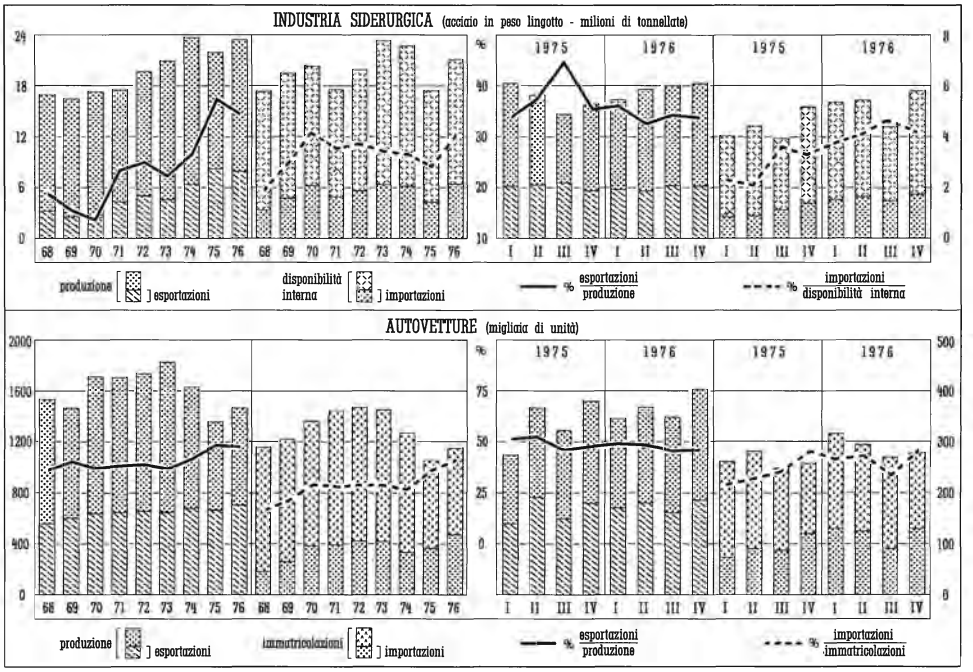
Le lavorazioni di materie ausiliarie e di semilavorati sono cresciute a un tasso simile a quello del totale delle industrie (12,7 per cento).

Di minore rilievo, sia pure con talune eccezioni, è stata, invece, la dinamica delle produzioni di beni di investimento, la cui crescita (6,2 per cento) ha risentito sia della scarsa evoluzione della domanda interna, specialmente nel ramo delle costruzioni, sia del moderato andamento delle vendite all'estero.

Fra le industrie produttrici di beni di consumo durevoli la crescita piú elevata (35,3 per cento) ha riguardato le lavorazioni del mobilio e dell'arredamento in legno, favorite dal notevole incremento in quantità delle esportazioni (52,2 per cento). Ancora all'interno di questa categoria di beni è da rilevare lo sviluppo della produzione di autovetture salita del 10,9 per cento, come effetto sia della domanda delle famiglie, accresciutasi del 17 per cento, sia dell'incremento delle vendite all'estero. All'evoluzione di queste ultime hanno contribuito soprattutto le esportazioni di parti staccate di autoveicoli il cui valore è stato circa pari a quello delle autovetture finite. A causa della forte concorrenza estera sul mercato italiano la crescita della domanda interna ha anche dato luogo a un sensibile aumento delle importazioni (28 per cento): la quota di queste ultime sulle immatricolazioni è stata del 41,1 per cento, con

un incremento di quasi 6 punti percentuali rispetto all'anno precedente e di circa 15 nei confronti del 1974 (fig. E 4).

Fig. E 4



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

(per il 1976 dati provvisori)

Fonte: Per la siderurgia, Assider; per le autovetture, ANFIA.

Nell'ambito delle produzioni dei beni di consumo intermedi, i maggiori saggi d'aumento si sono avuti nelle industrie delle fibre chimiche, che, tuttavia, hanno ancora presentato un forte eccesso di capacità produttiva, in quelle della carta (per entrambe di rilievo è stata l'evoluzione delle quantità esportate salite, rispettivamente, del 20 e del 19 per cento circa) e nelle tessili, favorite dal notevole incremento nell'industria dell'abbigliamento.

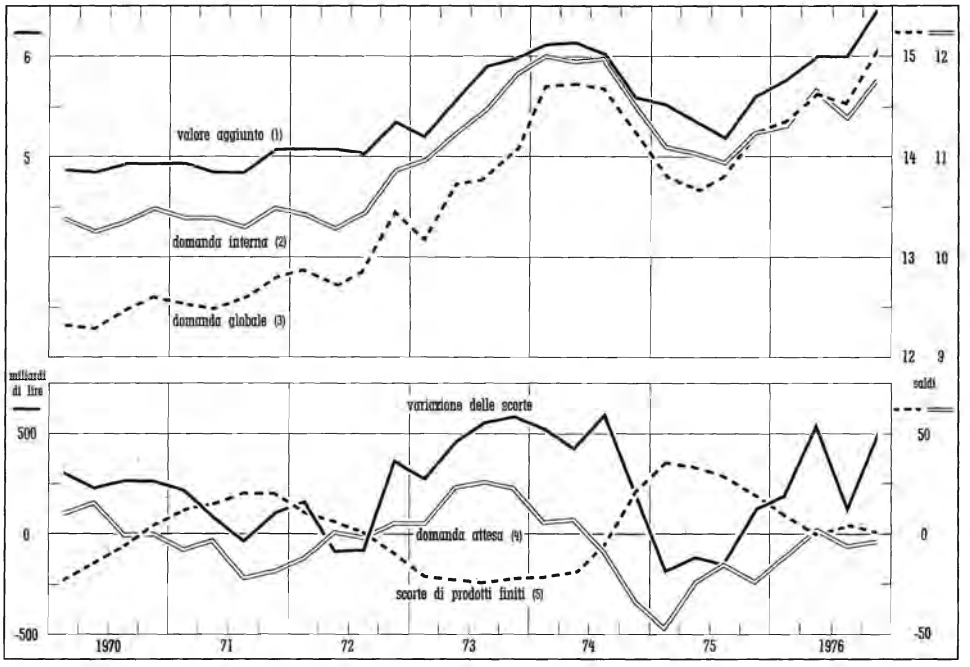
Fra le industrie fornitrici di materie ausiliarie e di semilavorati, sensibile è stato l'incremento (18,9 per cento) della produzione del legno segato e dei compensati determinato soprattutto dal già ricordato buon andamento dei mobilifici; nell'intero settore del legno la crescita, però, è stata più contenuta per il moderato sviluppo della produzione di falegnameria per l'edilizia (aumentata solo del 5,4 per cento dopo la flessione del 26,5 per cento avutasi nel 1975).

Nella siderurgia l'aumento medio del 10,3 per cento è derivato da una crescita ininterrotta iniziata nel quarto trimestre del 1975; in particolare per quanto riguarda l'acciaio, allo sviluppo della produzione si è accompagnata anche una crescita del rapporto importazioni/domanda interna, che nel quinquennio precedente era sceso dal 31 per cento circa al 24. L'aumento di oltre 6 punti percentuali di questo rapporto, avvenuto in presenza di una non completa utilizzazione degli impianti, sembra indicare che in questo settore siano presenti alcune deficienze qualitative nell'offerta, specialmente per quanto riguarda le produzioni di maggior pregio, che impongono aumenti delle risorse di provenienza estera al crescere della domanda.

Infine, fra le industrie produttrici di beni di investimento, gli aumenti piú sostenuti hanno riguardato le produzioni di materiale rotabile, salite del 28,9 per cento per effetto soprattutto del piano di ristrutturazione delle Ferrovie dello Stato, e quelle di ceramiche, al cui aumento (15,3 per cento) ha contribuito anche il favorevole sviluppo delle esportazioni di questi prodotti.

Evoluzione produttiva in corso d'anno. — Il miglioramento degli ordini attesi, che si manifestava già nel secondo trimestre del 1975 (figura E 5), trovava riscontro nell'inversione dell'andamento della domanda

Fig. E 5



Valore aggiunto nell'industria in senso stretto, domanda e scorte

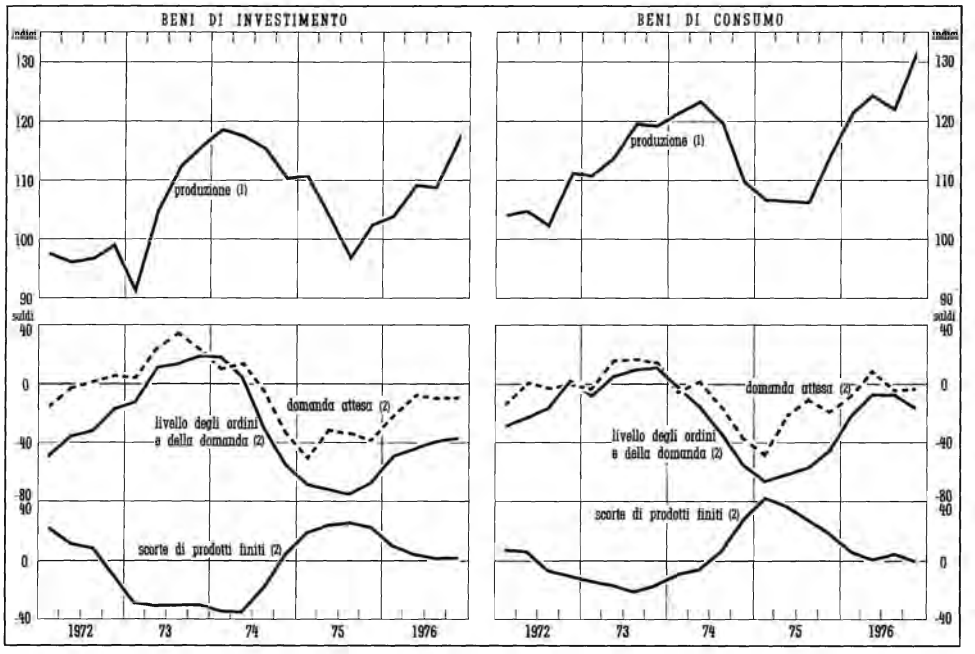
(1) I valori trimestrali sono stati ottenuti ripartendo i dati annuali del valore aggiunto sulla base degli indici trimestrali della produzione industriale depurati dalla componente stagionale; migliaia di miliardi di lire a prezzi del 1970. – (2) I valori derivano dalla somma dei consumi finali delle famiglie e degli investimenti lordi meno le importazioni di merci; migliaia di miliardi di lire a prezzi del 1970. – (3) I valori sono stati ottenuti sommando alla domanda interna sopra definita le esportazioni di merci; migliaia di miliardi di lire a prezzi del 1970. – (4) Medie trimestrali dei saldi mensili delle risposte degli operatori relative alla "tendenza degli ordini a 3-4 mesi" rilevate con le indagini Isco-Mondo Economico. I dati sono riferiti al periodo per il quale è stata formulata la previsione. – (5) Medie trimestrali dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con le indagini Isco-Mondo Economico.

effettiva e della produzione solo nella seconda metà di quell'anno, allorché si presentavano sia un miglioramento dei consumi delle famiglie, che interrompeva una flessione durata per circa un anno, sia una rapida crescita delle esportazioni. Scarso, per contro, sembra essere stato il contributo fornito dalle scorte alla ripresa della produzione; da un lato all'epoca dell'inversione di tendenza, le giacenze di prodotti finiti delle

imprese industriali si collocavano su valori largamente eccedenti il normale, dall'altro l'aumento delle scorte complessive dell'economia dipendeva anche dal processo di ripristino di un rapporto piú equilibrato fra importazioni e livello di attività, rapporto che era fortemente disceso fino alla prima metà del 1975.

Nell'ultimo trimestre del 1975 l'accresciuta domanda veniva soddisfatta sia attraverso un ridimensionamento delle giacenze di prodotti finiti, sia con un sensibile incremento della produzione (8,3 per cento rispetto al trimestre precedente) che risultava piú accentuato per le lavorazioni di beni intermedi e semilavorati e di quelli destinati al consumo (9,9 e 8 per cento rispettivamente).

Fig. E 6



Produzione industriale, domanda e scorte di prodotti finiti secondo la destinazione economica dei prodotti

(1) Elaborazione degli indici Istat rettificati e depurati dalle variazioni stagionali; base 1970=100 – medie trimestrali. – (2) Medie trimestrali dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con le indagini Isco-Mondo Economico; per la domanda attesa sono riportati i dati relativi alla "tendenza degli ordini a 3 - 4 mesi" riferiti al periodo per il quale è stata fatta la previsione.

Nel primo trimestre del 1976 l'aumento produttivo risultava piú contenuto (4,4 per cento) sia per la minore crescita della domanda, sia per le interruzioni dell'attività lavorativa che accompagnavano le trattative per i rinnovi dei contratti di lavoro delle industrie metalmeccaniche e chimiche. Procedeva intanto il processo di normalizzazione delle giacenze di prodotti finiti delle imprese industriali che riguardava sia

il comparto delle lavorazioni dei beni di investimento sia quello delle produzioni di beni di consumo (fig. E 6).

Nel ramo dei mezzi di trasporto la produzione si riduceva, rispetto al periodo precedente, dello 0,9 per cento; nelle imprese meccaniche si aveva un aumento dell'1,3 per cento rispetto al 7,4 del quarto trimestre del 1975; nelle chimiche la crescita era ancora piú contenuta. Solo nelle imprese metallurgiche lo sviluppo risultava superiore a quello della fine del 1975 grazie al soddisfacente incremento produttivo avvenuto nei mesi di gennaio e di febbraio che precedeva la flessione di marzo e la stasi del mese successivo.

La scarsa dinamica delle produzioni metalmeccaniche si rifletteva nella forte decelerazione del comparto dei beni di consumo durevoli dove il tasso di incremento era appena un terzo di quello avutosi in precedenza nonostante che perdurasse il buon andamento dell'industria del mobilio. Il modesto incremento delle lavorazioni dei beni destinati all'investimento derivava dalla stazionarietà della produzione dei beni finali; buona era, invece, la crescita nel comparto dei materiali da costruzione che anticipava il miglioramento dell'attività edilizia del trimestre seguente (tav. E 3).

Tav. E 3

INDICI DELLA PRODUZIONE INDUSTRIALE (1)

(1970 = 100)

Periodo	Indice generale		Per destinazione economica				Per rami di attività			
			Materie prime, ausiliarie e semilavorati	Beni di investimento		Beni di consumo	Estrattive	Manifatturiere	Elettriche e del gas	Costruzioni
	comprese costruzioni	escluse costruzioni		comprese costruzioni	escluse costruzioni					
1974 - media	115,8	119,5	123,9	106,5	115,5	118,5	102,4	119,4	125,3	101,2
I trim.	118,4	122,5	127,2	108,1	118,7	121,3	108,0	122,7	124,4	101,9
II "	118,9	123,1	127,1	107,8	117,5	123,3	98,6	123,5	125,4	102,1
III "	116,5	120,4	125,2	106,5	115,5	119,7	98,4	120,5	126,3	101,2
IV "	109,4	111,9	116,2	103,5	110,1	109,8	104,5	111,0	124,8	99,6
1975 - media	105,5	108,5	112,7	97,3	103,4	108,2	94,7	107,5	126,0	93,7
I trim.	107,6	110,4	115,9	101,9	110,8	106,3	98,0	109,5	126,6	96,7
II "	104,7	107,3	111,5	97,9	103,7	106,2	93,4	106,3	124,3	94,5
III "	101,6	103,8	106,5	94,1	96,5	106,0	89,4	102,8	121,5	92,7
IV "	108,1	112,4	117,0	95,2	102,6	114,5	98,1	111,3	131,5	90,8
1976 - media	116,0	121,9	127,0	98,9	109,8	124,8	98,9	121,0	140,4	92,5
I trim.	112,1	117,3	122,0	96,0	103,8	121,4	100,2	116,3	136,4	91,4
II "	116,0	121,6	127,1	99,5	109,2	124,4	102,6	120,6	140,2	93,7
III "	114,5	120,0	126,4	98,5	108,6	121,6	97,1	118,9	141,8	92,5
IV "	121,3	128,6	132,5	101,8	117,7	131,6	95,6	128,2	143,2	92,5
1977 - gen.-feb.		130,7	132,7		122,5	133,9	93,3	130,7	142,5	

Elaborazione su dati Istat per gli indici della produzione industriale escluse le costruzioni; su dati della Relazione generale sulla situazione economica del paese per le costruzioni.

(1) Rettificati per i mesi di ugual numero di giorni lavorativi e depurati dalle variazioni stagionali.

Il secondo trimestre era caratterizzato da un sensibile miglioramento delle aspettative di domanda cui non corrispondeva, però, un analogo andamento di gran parte delle componenti di spesa. Al regresso dei consumi delle famiglie e delle esportazioni si contrapponeva un moderato incremento dell'attività edilizia; la produzione era sostenuta principalmente dalla forte accumulazione delle scorte sia presso le imprese industriali, dove la crescita del livello delle giacenze di prodotti finiti sembra aver proceduto con una intensità circa pari a quella della produzione, sia presso gli altri operatori. La crescita della produzione riguardava soprattutto il comparto dei beni di investimento (5,2 per cento rispetto al trimestre precedente): a tale risultato contribuivano sia le produzioni finali, che ricuperavano le perdite di produzione avutesi in occasione delle già ricordate vertenze sindacali, sia l'accentuarsi della crescita delle lavorazioni di materiali da costruzione.

Nel mese di maggio l'indice della produzione industriale raggiungeva, anche per effetto della ripresa seguíta al rinnovo dei contratti nei settori metalmeccanico e chimico, un punto di massimo che sarebbe rimasto tale fino a ottobre. All'andamento discendente, che si manifestava successivamente al maggio, contribuivano soprattutto la flessione della produzione nei settori tessile, dell'abbigliamento e in quello delle calzature, interessati dal secondo importante ciclo di vertenze sindacali. Il terzo trimestre era inoltre caratterizzato da una sensibile revisione verso il basso delle attese di domanda — che riguardava sia le industrie produttrici di beni di consumo, sia quelle fornitrici di beni di investimento — e da una riduzione della domanda effettiva; aumentavano, tuttavia, le esportazioni e, in misura meno accentuata, gli investimenti in impianti e mezzi di trasporto. Nella media del trimestre, l'indice generale della produzione industriale diminuiva dell' 1,3 per cento, nonostante il rialzo avutosi nel mese di settembre.

Alla generalizzata flessione produttiva fa contrasto l'aumento di entrambi i comparti dei beni finali di investimento che salivano del 2 per cento rispetto al trimestre precedente, mentre l'esaurirsi della moderata ripresa nel settore edilizio provocava una sensibile riduzione delle lavorazioni dei materiali da costruzione (5,8 per cento). Fra le produzioni di beni di consumo la caduta maggiore interessava il comparto dei beni intermedi e quello dei beni finali non durevoli.

Nel quarto trimestre l'indice della produzione industriale segnava il piú elevato saggio d'incremento (7,1 per cento rispetto al periodo precedente) che derivava dal positivo sviluppo di tutte le componenti della domanda globale eccetto gli investimenti in costruzioni.

All'inizio del trimestre, tuttavia, l'andamento dei diversi indicatori congiunturali era ancora assai incerto: in ottobre la produzione segnava una sia pur lieve flessione rispetto al mese di settembre; le attese imprenditoriali e gli ordini ricevuti, ancora inferiori al normale, erano stazionari o in flessione; il livello delle giacenze di prodotti finiti non si discostava apprezzabilmente da quello di equilibrio.

Rapidissimo era, invece, l'aumento di produzione negli ultimi due mesi dell'anno: l'indice di dicembre era piú elevato del 6,7 per cento di quello di ottobre. A contribuire a tale veloce crescita, inattesa sulla base degli indicatori all'epoca disponibili, erano, insieme con una nuova vigorosa accumulazione di scorte, le esportazioni e gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto; questi ultimi salivano, come già avvenuto nel precedente trimestre, anche per effetto del ritorno su valori elevati del grado di utilizzo degli impianti, specialmente per le industrie produttrici di beni di consumo e intermedi.

L'incremento maggiore si aveva nella produzione di beni di investimento: il cospicuo aumento nelle lavorazioni di materiali da costruzione si accompagnava a quello degli impianti e macchinari (8,5 per cento) e della produzione di autoveicoli industriali, caratterizzata in precedenza da un andamento incerto. In questo comparto, tuttavia, l'aumento pur rilevante del quarto trimestre non impediva che il livello medio annuo di produzione fosse inferiore del 2,6 per cento a quello del 1975. Fra i beni di consumo lo sviluppo maggiore riguardava ancora quelli durevoli.

Lo slancio produttivo che aveva caratterizzato la parte terminale del 1976 si è sensibilmente attenuato nei primi mesi del 1977. In gennaio l'indice generale della produzione industriale ha fatto segnare ancora un aumento (0,8 per cento) rispetto a dicembre mentre in febbraio si è avuta una caduta di quasi il 5 per cento rispetto al mese precedente; in marzo, sulla base di dati provvisori, sembra che la flessione produttiva sia proseguita ulteriormente. Nella media del primo bimestre del 1977, tuttavia, l'indice si è collocato su un livello superiore dell' 1,6 per cento rispetto a quello del quarto trimestre del 1976 e del 7,2 per cento rispetto al valore medio dell'anno.

La decelerazione dell'attività, che si è accompagnata a una sensibile flessione degli ordini ricevuti dalle imprese, a un peggioramento di quelli attesi e a un aumento delle giacenze di prodotti finiti, ha riguardato la generalità dei comparti produttivi e in particolare le produzioni di beni di consumo: queste aumentavano ancora del 2,4 per cento in gennaio ma diminuivano dell'8,1 in febbraio.

Nelle lavorazioni dei beni di investimento la decelerazione era piú contenuta a causa del buon andamento avutosi nel comparto dei mezzi di trasporto, il cui livello di attività saliva del 13,2 per cento tra il quarto trimestre del 1976 e i primi due mesi dell'anno in corso.

Nel settore delle produzioni di materie prime e di semilavorati la produzione fletteva, sia in gennaio sia in febbraio; nella media dei primi due mesi del 1977 il livello della produzione non si discostava da quello raggiunto nell'ultimo trimestre del 1976.

Le attività terziarie.

Dopo il ristagno che aveva caratterizzato il 1975, il valore aggiunto dei servizi destinabili alla vendita è cresciuto, nel 1976, a un tasso (4 per cento) vicino a quello medio del quadriennio 1970-74 (tav. E 4). Alla base della ripresa stanno la crescita della domanda interna, in particolare quella per consumi dalla quale il comparto è prevalentemente attivato, e il rapido aumento dell'interscambio con l'estero.

Tav. E 4

VALORE AGGIUNTO AI PREZZI DI MERCATO DEI SERVIZI DESTINABILI ALLA VENDITA

(in miliardi di lire)

Rami	1976				Variazioni percentuali			
	Valori assoluti		Composizione percentuale		Quantità		Prezzi	
	a prezzi				1975/1974	1976/1975	1975/1974	1976/1975
	correnti	1970	correnti	1970				
Commercio, alberghi e pubblici esercizi	20.020	10.545	*35,3*	*37,5*	*–1,5*	*3,7*	*19,4*	*17,7*
Trasporti e comunicazioni	7.880	4.553	*13,9*	*16,2*	*0,6*	*6,9*	*17,3*	*18,6*
Credito e assicurazioni	8.719	3.017	*15,4*	*10,8*	*2,5*	*6,0*	*30,5*	*14,8*
Servizi vari	11.238	5.602	*19,8*	*19,9*	*0,5*	*3,0*	*20,6*	*12,1*
Attività terziarie in senso stretto	47.857	23.717	*84,4*	*84,4*	*–0,2*	*4,4*	*21,4*	*16,1*
Locazione di fabbricati	8.806	4.387	*15,6*	*15,6*	*2,3*	*1,9*	*12,4*	*13,3*
TOTALE	56.663	28.104	*100,0*	*100,0*	*0,2*	*4,0*	*20,0*	*15,6*

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Valutata sui dati medi annui l'accelerazione del prodotto è stata piú sensibile nel ramo del commercio, degli alberghi e dei pubblici esercizi che, dopo la riduzione dell' 1,5 per cento avutasi nell'anno prece-

dente, ha fatto registrare un aumento del 3,7 per cento, e in quello dei trasporti, dove il tasso di aumento è passato dallo 0,6 per cento del 1975 al 6,9 del 1976.

All'interno del ramo del commercio, degli alberghi e dei pubblici esercizi è stato il primo comparto a beneficiare maggiormente dello sviluppo della domanda; nel settore alberghiero, invece, le giornate di presenza di clienti italiani hanno subíto una flessione solo in parte compensata dagli aumenti, peraltro modesti rispetto al 1975, di quelle di turisti di nazionalità straniera.

Nel comparto dei trasporti, la cui quota di valore aggiunto ha mostrato un'ininterrotta crescita dal 1970, l'aumento di attività ha riguardato la generalità dei servizi eccetto i trasporti aerei che, sia per le merci sia per i passeggeri, hanno registrato un'ulteriore flessione dopo quella, di maggiore ampiezza, sperimentata nel 1975.

E', invece, aumentato sensibilmente nell'anno in esame il numero delle persone che hanno usufruito dei servizi di trasporto ferroviario e di quelli forniti dalle imprese concessionarie, fatto questo che trova spiegazione nello spostamento delle preferenze dei consumatori a favore di un maggior impiego di mezzi pubblici rispetto all'uso di mezzi di trasporto privato.

Risultati positivi si sono avuti inoltre nel trasporto di merci per via terra e per via mare; all'aumento delle quantità trasportate ha contribuito sia la maggior domanda proveniente dal settore industriale, sia l'incremento dell'interscambio con l'estero.

Il bilancio dell'energia.

L'inversione del ciclo congiunturale si è ampiamente riflessa nell'evoluzione della domanda interna di fonti primarie di energia che, dopo la diminuzione del 4,3 per cento avvenuta nel 1975, ha presentato nel 1976 un incremento stimabile nel 6,2 per cento, raggiungendo circa 142 milioni di tonnellate equivalenti petrolio (tav. E 5). Vi hanno contribuito soprattutto gli impieghi industriali, anche per usi non energetici, il cui andamento ha seguíto puntualmente quello della produzione industriale, manifestando tuttavia nella fase di ripresa una minore elasticità (8,6 contro 12 per cento) che potrebbe riflettere qualche sforzo di razionalizzazione sollecitato dal maggior costo dell'energia. Particolar-

Tav. E 5

BILANCIO DELL'ENERGIA

(milioni di tonnellate equivalenti petrolio)

Disponibilità e impieghi	1975					1976				
	Combustibili solidi	Gas naturale	Petrolio	Energia elettrica (1)	Totale	Combustibili solidi	Gas naturale	Petrolio	Energia elettrica (1)	Totale
Produzione	1,3	12,0	1,1	10,8	25,2	1,3	12,9	1,0	10,4	25,6
Importazioni	9,5	7,2	104,5	1,1	122,3	10,0	9,7	111,8	0,9	132,4
Esportazioni (–)	0,6	–	14,7	0,6	15,9	0,5	–	15,3	0,7	16,5
Variazione delle scorte (–) (2)	0,2	0,9	–2,9	–	–1,8	–	0,5	–0,7	–	–0,2
Impieghi interni di fonti primarie (3)	**10,0**	**18,3**	**93,8**	**11,3**	**133,4**	**10,8**	**22,1**	**98,2**	**10,6**	**141,7**
Composizione percentuale	*7,5*	*13,7*	*70,3*	*8,5*	*100,0*	*7,6*	*15,6*	*69,3*	*7,5*	*100,0*
Trasformazione in energia elettrica	–1,8	–1,7	–18,2	21,7	–	–2,1	–3,2	–20,2	25,5	–
Consumi e perdite (–)	2,1	0,4	6,3	5,3	14,1	2,2	0,4	6,6	5,6	14,8
Impieghi interni di fonti finali (3)	**6,1**	**16,2**	**69,3**	**27,7**	**119,3**	**6,5**	**18,5**	**71,4**	**30,5**	**126,9**
Composizione percentuale	*5,1*	*13,6*	*58,1*	*23,2*	*100,0*	*5,1*	*14,6*	*56,3*	*24,0*	*100,0*
di cui: industria	4,6	8,3	17,8	16,8	47,5	5,0	9,5	17,6	18,7	50,8
trasporti (3)	0,1	0,3	24,4	0,9	25,7	0,1	0,3	25,3	0,9	26,6
altri usi energetici	1,0	5,9	22,1	10,0	39,0	1,0	6,8	22,3	10,9	41,0
usi non energetici	0,4	1,7	5,0	–	7,1	0,4	1,9	6,2	–	8,5

Fonte: Per il 1975 elaborazione di dati del Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato; per il 1976 stime.

(1) Valutata a *input* termoelettrico, con un coefficiente pari a circa 2.200 Kcal per kWh. – (2) Inclusa la variazione delle scorte di olio combustibile dell'ENEL, pari a 0,9 milioni di TEP nel 1975 e a –0,7 milioni di TEP nel 1976. – (3) Inclusi i bunkeraggi marittimi internazionali.

mente accentuato è stato l'incremento della domanda di gasolio per autotrazione (20 per cento), mentre il consumo di benzina è diminuito del 3,2 per cento a causa del forte inasprimento fiscale. Il confronto con il 1973 mette in evidenza il sensibile rallentamento della domanda interna di energia determinato dalla crisi petrolifera: tra il 1973 e il 1976 gli impieghi interni di fonti primarie, inclusi i bunkeraggi marittimi internazionali, sono cresciuti a un tasso annuo dello 0,5 per cento contro l'8,4 registrato nel periodo 1955-73, per effetto sia del minor saggio di sviluppo del reddito (2 per cento contro 5,2), sia della piú bassa elasticità rispetto al reddito dei consumi energetici (0,25 contro 1,6), la quale riflette tuttavia soprattutto l'impatto iniziale del rincaro del greggio, dato che nel 1976 l'elasticità è risalita a 1,1.

Per quanto riguarda l'approvvigionamento, è continuata la tendenza all'espansione dell'offerta di gas naturale, il cui incremento, pari al 21 per cento rispetto al 1975 e al 55 per cento rispetto al 1973, ha consentito di contenere i consumi interni di petrolio a un livello superiore del 4,7 per cento a quello del 1975 ma ancora inferiore del 6,5 per cento a quello raggiunto nel 1973. Data la stazionarietà della produzione interna, che ha oscillato negli ultimi quattro anni tra i 12 e i 13 milioni di TEP, le maggiori disponibilità di gas naturale sono derivate interamente dalle importazioni provenienti dalla Libia e soprattutto dai Paesi Bassi e dall'URSS, le quali sono salite da 1,7 milioni di TEP nel 1973 a 9,7 nel 1976. Ne è conseguito comunque, oltre a un leggero miglioramento nella differenziazione dei rifornimenti, un risparmio valutario rispetto al costo del petrolio stimabile per il 1976 in circa mezzo miliardo di dollari; questa tendenza tuttavia non potrà continuare ancora a lungo con i ritmi attuali, dati i problemi di trasporto e la difficoltà di stipulare nuovi contratti di fornitura di metano a condizioni convenienti. Nel complesso, la quota di energia primaria fornita dal gas naturale è aumentata, fra il 1973 e il 1976, dal 10,2 al 15,6 per cento e quella fornita dal petrolio è diminuita dal 75,3 al 69,3 per cento, mentre l'apporto dei combustibili solidi e dell'energia elettrica primaria è rimasto praticamente immutato intorno al 7,5 per cento ciascuno. Costante è rimasto anche il grado di auto-approvvigionamento complessivo (18 per cento).

Nell'ambito degli impieghi interni di fonti finali (cioè primarie e secondarie al netto delle trasformazioni e delle perdite), l'aumento della quota del gas naturale è stato minore in quanto quasi un terzo delle maggiori disponibilità è stato trasformato in energia elettrica, la cui importanza relativa si è ulteriormente accresciuta passando nel corso degli ultimi quattro anni dal 21,7 al 24 per cento. Dati i modesti incrementi della produzione idroelettrica e la stazionarietà delle altre fonti primarie, la maggiore domanda di elettricità è stata soddisfatta quasi interamente con la produzione termoelettrica, al cui interno è avvenuta negli ultimi due anni una notevole sostituzione di prodotti petroliferi con metano (tav. E 6). Nel 1976, in particolare, la domanda di energia elettrica è aumentata del 9,3 per cento determinando, in presenza di una riduzione del 4 per cento nella produzione idroelettrica e del 57 per cento nelle importazioni nette, una maggiore produzione termoelettrica di quasi il 18 per cento, alimentata per circa la metà con l'incremento del gas naturale e del carbone.

Nonostante il rallentamento della domanda interna di energia e l'espansione delle importazioni di gas naturale, il disavanzo petrolifero ha raggiunto nel 1976 su base *fob* 7,3 miliardi di dollari contro 6,4 nel 1975 e 1,6 nel 1973. Tale situazione è tanto piú preoccupante se si considera da un lato che l'attuale livello del disavanzo incorpora l'effetto riduttivo di azioni la cui prosecuzione appare o socialmente costosa (riduzione del tasso di sviluppo) o tecnicamente limitata (aumento del metano), dall'altro le gravi ripercussioni che avrebbero eventuali nuovi rincari del greggio.

Tav. E 6

STRUTTURA DELLA PRODUZIONE LORDA DI ENERGIA ELETTRICA

(composizione percentuale)

Produzione di energia	1955	1960	1965	1970	1974	1975	1976 (1)
Idroelettrica	80,8	82,0	51,8	35,2	26,4	28,9	25,1
Geotermoelettrica	4,9	3,7	3,1	2,3	1,7	1,7	1,5
Nucleoelettrica	–	–	4,2	2,7	2,3	2,6	2,3
Termoelettrica	14,3	14,3	40,9	59,8	69,6	66,8	71,1
di cui: carbone e lignite	*2,8*	*2,9*	*3,0*	*4,0*	*2,6*	*2,2*	*3,0*
gas naturale	*5,4*	*3,8*	*3,1*	*4,8*	*2,7*	*5,2*	*8,6*
olio combustibile (2)	*5,5*	*6,7*	*33,4*	*48,8*	*61,8*	*57,1*	*57,3*
altre fonti (3)	*0,6*	*0,9*	*1,4*	*2,2*	*2,5*	*2,3*	*2,2*
ENERGIA ELETTRICA TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTALE IN MILIARDI DI kWh	38,1	56,2	83,0	117,4	148,9	147,3	163,1

Fonte: ENEL.

(1) Dati provvisori. – (2) Inclusi altri derivati del petrolio (distillati leggeri, gasolio, ecc.). – (3) Gas di cokeria e d'alto forno, prodotti e calore di recupero, ecc.

Il problema energetico, di cui lo squilibrio valutario non è che l'aspetto piú immediato ed evidente, permane quindi in tutta la sua gravità e richiede un'azione molto piú incisiva di quella sinora perseguita, volta non solo ad assicurare un concreto avvio del programma elettronucleare, ma anche a ricercare con maggiore impegno le possibilità di sfruttamento di altre fonti e, soprattutto, i modi di contenimento dei consumi energetici. L'opzione nucleare infatti, benché indispensabile per ridurre nel medio periodo il costo e la concentrazione dei rifornimenti energetici, non elimina, dati anche i problemi di finanziamento e di localizzazione che comporta, la necessità sia di un forte impegno tecnologico per lo sfruttamento di altre fonti e per l'accrescimento dei rendimenti degli impieghi di energia, sia di una vasta azione di contenimento dei consumi finali ad alto contenuto energetico.

Il perseguimento di questi obiettivi, su cui vi è un largo consenso, richiede in particolare una coerente politica dei prezzi delle fonti di energia. Il problema si pone soprattutto per le tariffe elettriche, che si sono avvicinate ai costi di produzione solo per le erogazioni alla media e grande industria, rimanendo a un livello notevolmente inferiore negli altri casi. Tra questi il piú vistoso, per l'ampiezza raggiunta dall'agevolazione, è quello del trattamento riservato agli utenti domestici con potenza impegnata fino a 3 kW, i quali corrispondono per i primi 150 kWh di consumo mensile una tariffa sensibilmente inferiore alla metà del costo di produzione calcolato secondo i criteri adottati dal Comitato per lo studio della riforma delle tariffe elettriche. Secondo i dati resi noti dall'ENEL, l'agevolazione riguarda il 94 per cento delle utenze domestiche ed è potenzialmente applicabile su un consumo per utenza (1.800 kWh annui) addirittura superiore del 24 per cento a quello effettivo medio nazionale (1.450 kWh). Nel 1976 sono stati erogati a prezzo ridotto circa i due terzi dei consumi di elettricità delle famiglie, con una perdita rispetto ai costi di produzione valutata in oltre 500 miliardi, nonostante un utilizzo ancora parziale delle agevolazioni consentite. Mentre appare evidente l'opportunità di incentivare la riduzione della potenza impegnata per contenere le oscillazioni della domanda di elettricità, l'estensione dei consumi agevolati e il livello medio delle tariffe sembrano difficilmente conciliabili con l'obiettivo di contribuire al riequilibrio energetico favorendo sia il contenimento dei consumi sia il finanziamento dei programmi di investimento.

(F) L'occupazione, le retribuzioni, i prezzi e la distribuzione del reddito

Occupazione.

La domanda di lavoro. — Alla ripresa dell'attività produttiva si è accompagnato un aumento dello 0,6 per cento della domanda di lavoro nel settore privato (0,9 per cento per gli occupati alle dipendenze; tav. F 1) e una riduzione del 15 per cento del numero delle persone sottoccupate (tav. aF 1). Considerando anche i servizi non destinabili alla vendita, la crescita raggiunge rispettivamente lo 0,8 e l'1,2 per cento.

Tav. F 1

OCCUPATI PRESENTI IN ITALIA

(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

Rami e branche di attività	Totale occupati					Dipendenti				
	1972	1973	1974	1975	1976	1972	1973	1974	1975	1976
Agricoltura	−8,1	−3,2	−2,5	−4,7	−1,2	0,6	−1,2	−1,9	−5,0	1,5
Industria	−1,7	0,5	1,5	−0,3	−0,1	−1,5	0,6	1,7	−0,5	−0,2
di cui: prodotti energetici	*−1,3*	*−0,5*	*3,6*	*4,2*	*2,9*	*−1,3*	*−0,5*	*3,6*	*4,2*	*3,0*
prod. della trasformazione industriale	*−1,1*	*1,6*	*2,3*	*−0,2*	*0,4*	*−0,7*	*2,2*	*2,5*	*−0,4*	*0,4*
totale industria in senso stretto	*−1,2*	*1,6*	*2,4*	*0,1*	*0,4*	*−0,8*	*2,1*	*2,6*	*−0,2*	*0,5*
costruzioni	*−3,4*	*−2,8*	*−1,1*	*−1,1*	*−1,7*	*−3,8*	*−3,7*	*−1,3*	*−1,5*	*−2,5*
Servizi destinabili alla vendita	1,8	2,1	3,1	1,8	2,2	2,9	3,5	4,0	2,5	2,8
di cui: commercio, alberghi, e pubblici esercizi	*0,9*	*2,0*	*2,5*	*0,8*	*1,2*	*2,1*	*4,2*	*2,2*	*0,9*	*1,8*
trasporti e comunicaz.	*2,1*	*1,8*	*2,8*	*1,6*	*2,3*	*2,8*	*2,4*	*4,3*	*1,3*	*2,3*
credito e assicuraz.	*5,6*	*5,4*	*7,7*	*7,6*	*4,7*	*5,7*	*5,3*	*7,7*	*7,6*	*4,7*
servizi vari	*3,1*	*2,1*	*4,1*	*3,4*	*3,8*	*3,5*	*2,8*	*5,4*	*4,3*	*4,1*
Beni e servizi destinabili alla vendita	−1,8	0,3	1,4	−0,3	0,6	−	1,3	2,0	−	0,9
Servizi non destinabili alla vendita	3,7	3,3	3,1	3,1	2,4	3,7	3,3	3,1	3,1	2,4
TOTALE	−1,1	0,7	1,6	0,1	0,8	0,7	1,7	2,2	0,6	1,2

Fonte: Istat.

In agricoltura, è sensibilmente rallentata la diminuzione degli occupati, che è stata dell' 1,2 per cento rispetto al 4,7 del 1975. Ciò va per la maggior parte attribuito alla crescita del numero dei dipendenti (1,5 per cento nel 1976 contro una riduzione del 5 per cento

nel 1975) che si inserisce su una tendenza di lungo periodo nettamente discendente: negli ultimi quattordici anni i lavoratori alle dipendenze nel settore primario sono diminuiti del 34,7 per cento a un tasso medio annuo del 3 per cento.

La decelerazione dell'esodo agricolo è stata influenzata soprattutto da fattori che hanno agito dal lato dell'offerta di lavoro. Infatti, permanendo debole l'aumento della domanda di lavoro negli altri settori, il sensibile incremento relativo delle retribuzioni, in presenza di ulteriori forti lievitazioni dei costi di insediamento nelle aree urbane, ha probabilmente reso il lavoro agricolo piú conveniente che nel passato. Le retribuzioni contrattuali in agricoltura sono cresciute, tra il 1970 e il 1976, a un tasso medio annuo del 24,1 per cento, rispetto al 18,7 per cento di quelle degli operai dell'industria.

Per quanto riguarda il settore industriale, la sostanziale stabilità dell'occupazione complessiva (— 0,1 per cento rispetto al 1975) è il risultato di un moderato aumento del numero degli occupati nell'industria in senso stretto (0,4 per cento) e di una sensibile riduzione di quello degli occupati nelle costruzioni (— 1,7 per cento); in quest'ultimo settore, l'andamento della domanda di lavoro nel 1976 riflette la sfavorevole evoluzione dell'attività produttiva e si innesta su una tendenza alla diminuzione manifestatasi dal 1970.

Nell'industria in senso stretto, i contenuti mutamenti della domanda di lavoro, in un biennio (1975-76) caratterizzato dall'eccezionale ampiezza delle variazioni cicliche della produzione, sono connessi con i vincoli istituzionali che tendono a garantire i livelli dell'occupazione nelle fasi depressive del ciclo. Il ricupero produttivo si è tradotto soprattutto in una riduzione del 29,8 per cento delle ore concesse dalla Cassa per l'integrazione dei guadagni (— 18,4 per cento comprendendo anche l'edilizia; tav. aF 3) che ha contribuito a determinare una diminuzione del numero dei sottoccupati, per il complesso dell'industria, pari al 41 per cento. Il ricorso alla Cassa integrazione non è stato tuttavia trascurabile risultando superiore di 109 milioni di ore rispetto a quello già assai alto del 1974. Gli interventi si sono mantenuti elevati nelle industrie meccaniche e della costruzione di mezzi di trasporto, in quelle della lavorazione dei minerali non metalliferi, dove le ore concesse dalla Cassa sono aumentate rispetto al 1975, e nell'industria chimica.

L'evoluzione in corso d'anno rivela tuttavia un andamento piú favorevole di quello messo in luce dai dati medi annui: infatti, le ore

concesse dalla Cassa integrazione tra il quarto trimestre del 1975 e il quarto trimestre del 1976 sono scese del 57,9 per cento e l'occupazione, secondo le rilevazioni trimestrali sulle forze di lavoro, è contemporaneamente cresciuta dell'1,3 per cento.

Le tendenze evolutive della domanda di lavoro nel corso dell'anno considerato sono in parte confermate dall'andamento dei saldi dei tassi di rotazione della manodopera nell'industria, rilevati dal Ministero del lavoro e della previdenza sociale (tav. aF 6). Infatti, il saldo assume un valore positivo nel primo semestre del 1976 (4,1 per mille), rispetto a un valore negativo di pari entità nel corrispondente periodo dell'anno precedente, in conseguenza di una sostanziale stabilità del numero degli usciti, rimasti sul livello eccezionalmente basso del 1975 (36 per mille), e di un aumento degli entrati, che passano da 31,9 a 40,2 per mille operai in forza. Se si considera che il saldo era stato negativo anche nel secondo semestre del 1975, il valore che esso assume nel primo semestre 1976 può essere interpretato come un indicatore del piú favorevole andamento della domanda di lavoro.

L'aumento, peraltro contenuto, dei livelli occupazionali nell'industria in senso stretto ha interessato solo le imprese medio-piccole. In quelle con piú di cinquecento addetti (tav. F 2) l'occupazione alle dipendenze è infatti calata a un tasso lievemente superiore a quello del 1975 (— 0,9 per cento rispetto al — 1,1 per cento del 1976). I risultati in corso d'anno non appaiono migliori giacché, se si esclude una leggera attenuazione nei mesi estivi della tendenza discendente, la manodopera impiegata è diminuita, tra il dicembre del 1975 e il dicembre del 1976, a un tasso simile a quello medio annuo. La riduzione dell'occupazione ha riguardato tutti i comparti produttivi, ma in modo meno accentuato le industrie fornitrici di prodotti intermedi (— 0,8 per cento), rispetto a quelle che producono beni di investimento (— 1,1 per cento) e beni di consumo (— 1,8 per cento).

L'aumento del volume complessivo di lavoro richiesto dai piú elevati livelli di produzione è stato ottenuto, nelle imprese di maggiori dimensioni, incrementando le ore lavorate per operaio: nella media dell'anno queste sono infatti salite del 4,9 per cento, mostrando una sensibile accelerazione in corso d'anno. La crescita degli orari di lavoro è risultata maggiore nel comparto della produzione di beni di consumo, dove ha raggiunto il 7,6 per cento (4,9 e 3,4 per cento rispettivamente per le industrie produttrici di beni intermedi e di investimento).

Nel settore dei servizi l'occupazione è aumentata, come già nel 1975, del 2,2 per cento, in conseguenza di una crescita quasi uguale degli occupati nei servizi non destinabili alla vendita e in quelli destinabili alla vendita.

Tav. F 2

INDICATORI DEL LAVORO NELLA GRANDE INDUSTRIA

(variazioni percentuali)

Indicatori per industria	Sul corrispondente trimestre dell'anno precedente								Sull'anno precedente		
	1975				1976						
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1974	1975	1976
Industria in senso stretto											
Occupazione	0,3	−0,7	−1,5	−1,8	−1,3	−1,2	−1,1	−1,0	1,9	−0,9	−1,1
Ore di lavoro mensili per operaio	−8,0	−6,8	−6,7	0,4	1,7	3,6	7,2	7,2	−2,2	−5,3	4,9
Incidenza del lav. straordinario (1)	3,0	2,9	2,9	2,6	2,4	2,6	3,3	3,0	4,1	2,9	2,8
Monte ore	−7,7	−7,5	−8,1	−1,4	0,4	2,3	6,1	6,1	−0,3	−6,2	3,7
Saldo dei tassi di rotazione (1)	−2,6	−0,8	−1,7	−1,4	−1,0	..	−0,9	−1,2	0,5	−1,6	−0,8
Beni di consumo											
Occupazione	−0,5	−2,4	−3,5	−3,2	−2,0	−1,6	−1,8	−1,8	2,4	−2,4	−1,8
Ore di lavoro mensili per operaio	−8,2	−7,7	−9,8	−5,2	1,9	5,5	11,1	12,5	−1,4	−7,7	7,6
Incidenza del lav. straordinario (1)	2,9	2,9	3,3	2,9	2,7	2,7	3,3	3,0	3,9	3,0	2,9
Monte ore	−8,6	−10,0	−13,0	−8,2	−0,1	3,8	9,1	10,5	0,9	−9,9	5,7
Saldo dei tassi di rotazione (1)	−5,0	..	−1,2	−3,7	−2,6	1,4	−1,5	−2,4	0,4	−2,5	−1,3
Beni di investimento											
Occupazione	−1,6	−1,9	−2,5	−2,4	−1,2	−1,2	−0,9	−0,8	1,1	−2,1	−1,1
Ore di lavoro mensili per operaio	−9,1	−6,9	−5,4	5,3	1,1	1,6	6,3	4,9	−2,8	−4,2	3,4
Incidenza del lav. straordinario (1)	3,2	2,9	2,7	2,5	2,0	2,6	3,0	2,9	4,6	2,8	2,6
Monte ore	−10,5	−8,7	−7,8	2,7	−0,1	0,3	5,3	4,0	−1,8	−6,2	2,3
Saldo dei tassi di rotazione (1)	−4,1	−1,2	−2,0	−0,8	0,2	−0,9	−0,8	−0,8	−0,7	−2,0	−0,6
Beni intermedi											
Occupazione	1,7	0,8	0,1	−0,6	−1,0	−0,8	−0,6	−0,6	2,2	0,5	−0,8
Ore di lavoro mensili per operaio	−7,3	−6,5	−6,7	−1,0	2,1	4,3	6,6	6,8	−1,9	−5,4	4,9
Incidenza del lav. straordinario (1)	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	3,5	3,1	3,8	2,8	2,9
Monte ore	−5,7	−5,8	−6,6	−1,6	1,1	3,5	5,9	6,1	0,2	−4,9	4,1
Saldo dei tassi di rotazione (1)	−0,3	−0,8	−1,5	−0,8	−1,3	0,2	−0,7	−1,3	1,6	−0,9	−0,8

Elaborazione su dati Istat.

(1) Media dei valori mensili.

Tra i vari comparti dei servizi destinabili alla vendita la crescita piú contenuta di occupazione (1,2 per cento) si registra nel commercio, alberghi e pubblici esercizi, dove peraltro nel 1975 la domanda di lavoro, aumentata dello 0,8 per cento, non aveva seguíto lo sfavorevole andamento del valore aggiunto (— 1,5 per cento). Nel 1976 la produttività per addetto in tale comparto è ritornata, dal basso livello toccato nell'anno precedente, intorno ai valori del 1974. Piú accentuata appare invece la crescita degli occupati nei trasporti e nelle comunicazioni (2,3 per cento), in conseguenza della evoluzione assai favorevole dell'attività in quel settore, il cui aumento in termini di valore aggiunto è stato del 6,9 per cento. Anche nel 1976, il maggior aumento di occupazione si è avuto nel comparto del credito e delle assicurazioni, con un incremento del 4,7 per cento.

La positiva evoluzione della domanda di lavoro nel terziario ha fatto sí che proseguisse la tendenza alla crescita degli occupati in questo settore, la cui quota sul totale degli addetti è passata dal 42,2 per cento del 1970 al 47,3 per cento del 1976.

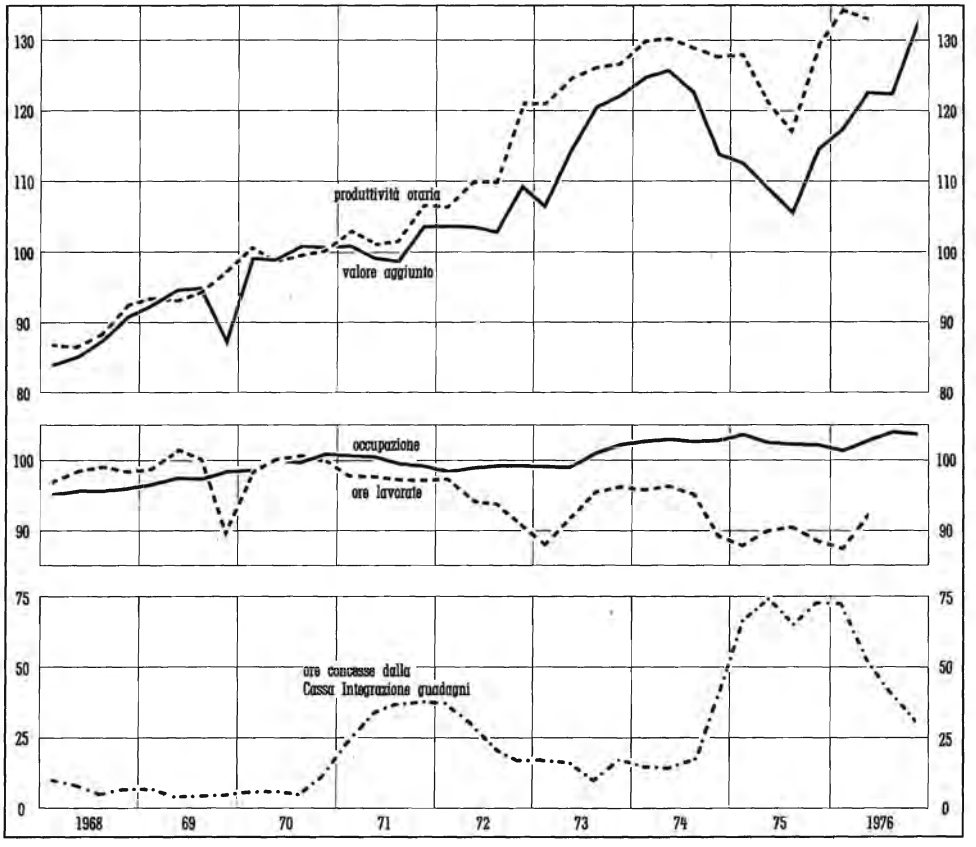
La produttività nell'industria in senso stretto. — La scarsa rispondenza della domanda di lavoro nell'industria alla favorevole evoluzione della produzione ha comportato un notevole aumento della produttività per addetto, che è salita dell' 11,5 per cento rispetto al 1975, anno in cui si era verificata una diminuzione del 9,1 per cento. L'incremento della produttività oraria è stato invece piú contenuto a causa di un modesto aumento delle ore complessivamente lavorate, dopo la pronunciata caduta del 1975. Il limitato adeguamento dell'impiego complessivo di lavoro alla variazione della produzione è pertanto avvenuto soprattutto attraverso l'aumento dell'orario medio di lavoro.

Le rilevazioni eseguite dal Ministero del lavoro e della previdenza sociale, disponibili per il primo semestre del 1976, indicano che, rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, l'orario medio mensile per addetto si è accresciuto dell' 1,8 per cento nel complesso dell'industria, come risultato di un rilevante aumento nell'industria tessile ed estrattiva (5,1 e 4 per cento rispettivamente) e di una sostanziale stabilità nel ramo delle costruzioni e nelle imprese metalmeccaniche (tav. F 3); per queste ultime tale andamento rifletteva, specialmente nel primo trimestre dell'anno, l'elevato numero di ore lavorative perdute in occasione del rinnovo dei contratti collettivi di lavoro. Per quanto riguarda le industrie tessili ed estrattive, il forte aumento dell'orario di lavoro è stato accompagnato da una notevole riduzione del numero degli occupati.

Una misura, ancorché approssimata, della scarsa rispondenza dell'impiego di lavoro ai mutamenti del volume della produzione che ha

caratterizzato, grazie anche agli specifici provvedimenti attuati dalle autorità di governo, la generalità dei paesi industriali, e in particolare il nostro paese, può essere rinvenuta nel confronto fra le variazioni del valore aggiunto e della produttività oraria avutesi tra la seconda metà del 1974 e il primo semestre del 1976 (fig. F 1). Dal secondo trimestre

Fig. F 1



Valore aggiunto, occupazione e produttività oraria nell'industria in senso stretto

Elaborazione su dati Istat e Ministero del lavoro e della previdenza sociale

Nota: I valori trimestrali del valore aggiunto a prezzi del 1970 sono stati ottenuti ripartendo i valori annui sulla base degli indici trimestrali della produzione industriale; i dati dell'occupazione sono stati ricavati dall'indagine sugli occupati presenti in Italia: il loro andamento trimestrale è stato ottenuto ripartendo i valori annui sulla base dei risultati delle indagini sulle forze di lavoro; le ore lavorate sono il prodotto tra l'occupazione e gli orari medi mensili per operaio del Ministero del lavoro e della previdenza sociale (dati depurati dalla componente stagionale – indici, base 1970=100); le ore concesse dalla Cassa integrazione sono espresse in milioni di unità.

del 1974, che coincide con il punto superiore di svolta dell'ultimo ciclo produttivo, al terzo trimestre del 1975, in cui si colloca il punto inferiore, il valore aggiunto ha fatto registrare una flessione del 15,9 per cento, contro una diminuzione del prodotto per ora lavorata del 10,4 per cento. Nell'opposta fase congiunturale l'aumento di prodotto avutosi

Tav. F 3

OCCUPAZIONE OPERAIA E DURATA DEL LAVORO NELL'INDUSTRIA NEL 1976

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

SETTORI	Occupazione operaia			Orario medio mensile		
	trimestri		Media due trim.	trimestri		Media due trim.
	I	II		I	II	
Manifatturiere	−3,5	−2,3	−2,9	1,9	2,1	2,0
di cui: alimentari	*−2,2*	*−1,4*	*−1,8*	*3,1*	*−0,1*	*1,4*
tessili	*−5,6*	*−3,5*	*−4,6*	*7,8*	*2,4*	*5,1*
metalmeccaniche	*−2,8*	*−2,1*	*−2,5*	*−1,2*	*0,9*	*−0,1*
chimiche	*−2,8*	*−2,7*	*−2,7*	*1,0*	*4,0*	*2,5*
diverse	*−3,9*	*−2,4*	*−3,1*	*4,2*	*3,7*	*3,9*
Estrattive	−7,0	−6,9	−6,9	4,7	3,3	4,0
Elettricità, gas e acqua	4,4	3,9	4,1	0,9	1,7	1,3
Industria in senso stretto	−3,3	−2,2	−2,8	1,9	2,1	2,0
Costruzioni	−5,8	−6,1	−5,9	−	0,8	0,4
Totale industria	−3,6	−2,6	−3,1	1,7	2,0	1,8

Elaborazione su dati del Ministero del lavoro e della previdenza sociale.

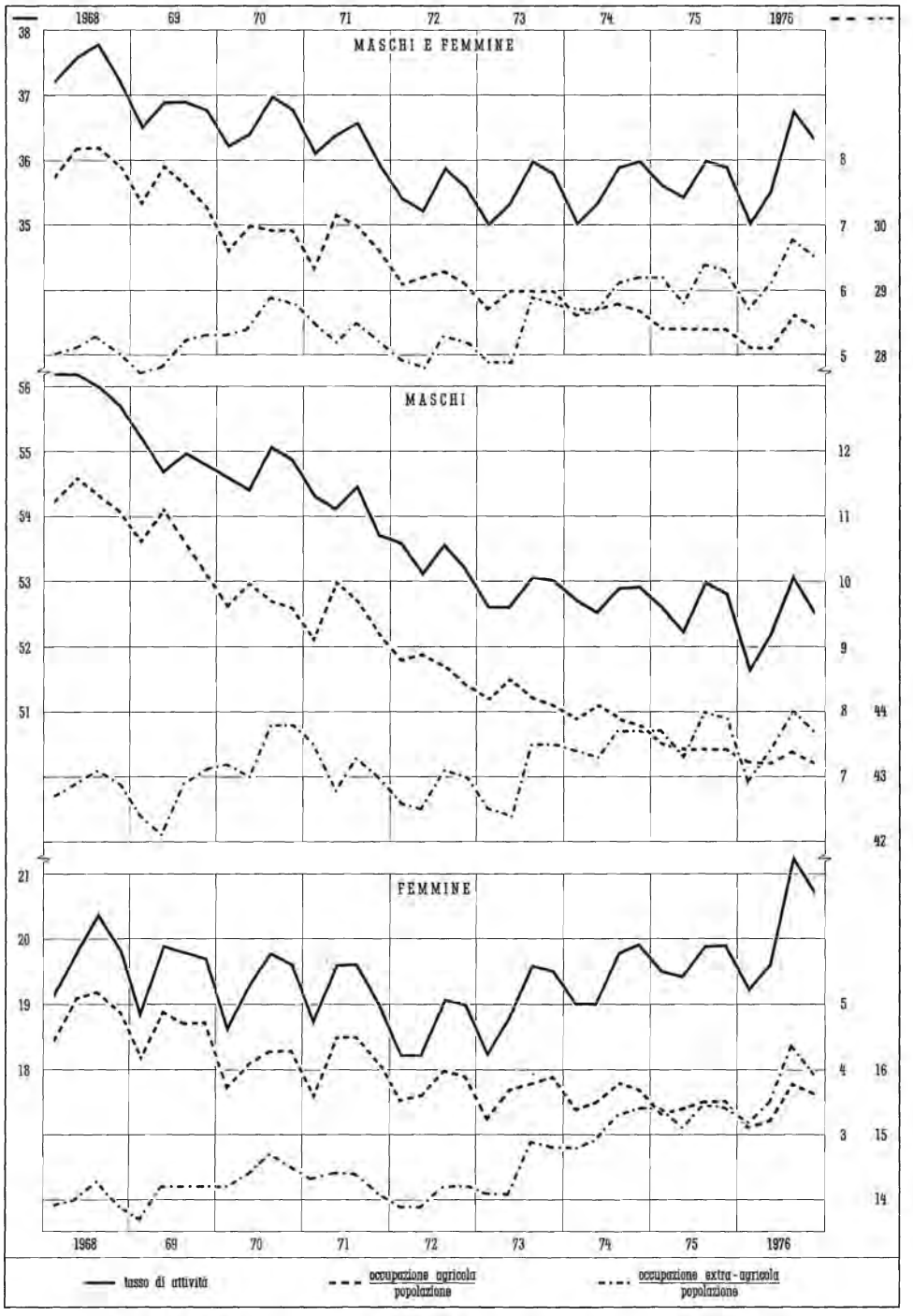
tra il terzo trimestre del 1975 e il secondo del 1976 è stato del 16,3 per cento mentre la produttività è salita del 13 per cento.

Il moderato aumento delle ore di lavoro che ha caratterizzato la ripresa produttiva è derivato soprattutto dal piú completo impiego, rispetto alla sfavorevole fase ciclica precedente, della manodopera occupata, in corrispondenza della piú intensa utilizzazione degli impianti.

La disoccupazione e le forze di lavoro. — All'incremento dell'occupazione complessiva, che sulla base delle rilevazioni trimestrali sulle forze di lavoro è stato dello 0,7 per cento rispetto al 1975 (tav. aF 1), si è accompagnato un aumento dell' 11,9 per cento delle persone non occupate. La crescita di queste ultime deriva soprattutto dall'aumento dei giovani in cerca di prima occupazione (16,9 per cento), che ha superato largamente quello già assai elevato del 1975 (11,5 per cento); una decelerazione sensibile si è invece avuta per i disoccupati in senso stretto, che sono saliti del 3,7 per cento nel 1976 rispetto a un incremento del 26,8 per cento nell'anno precedente.

Fra i giovani in cerca di prima occupazione le difficoltà di inserimento nelle attività lavorative hanno riguardato principalmente le donne, il cui numero è cresciuto a un tasso quasi doppio di quello degli uomini (23 per cento rispetto al 12,2 per cento; tav. aF 2). La quota delle giovani in cerca di prima occupa-

Fig. F 2



Forze di lavoro e occupazione distinte per sesso e per settore di attività
(valori percentuali)

Elaborazione su dati Istat

zione è pertanto salita al 45,9 per cento del totale. Il fenomeno opposto si è avuto per i disoccupati in senso stretto, il cui aumento complessivo deriva da un incremento del 4,2 per cento degli uomini e del 2,6 per cento delle donne.

Come conseguenza degli andamenti descritti e analogamente a quanto già avvenuto nel 1975, l'incremento delle forze di lavoro (1,1 per cento) è stato superiore a quello della occupazione, cosicché il tasso di disoccupazione è passato al 3,7 per cento dal 3,3 del 1975.

E' stata pertanto confermata la tendenza all'aumento delle forze di lavoro che, nell'ultimo quadriennio, ha prodotto una crescita dello 0,4 per cento del tasso di attività complessivo, cioè del rapporto tra le forze di lavoro e la popolazione (fig. F 2).

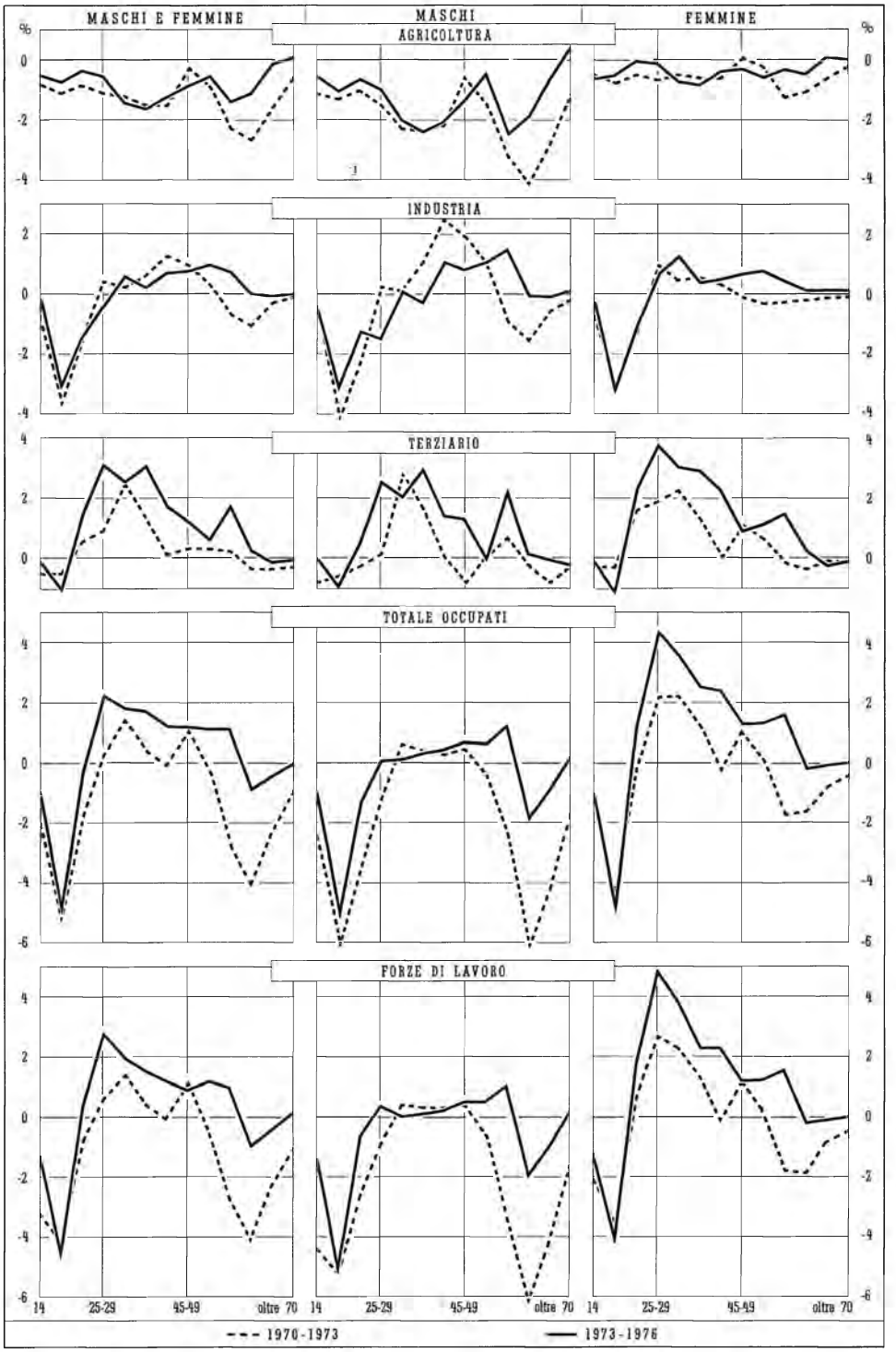
La crescita dell'offerta di lavoro rispetto alla popolazione è interamente attribuibile alla dinamica delle forze di lavoro femminili. Infatti, il tasso di attività è aumentato per le donne di 1,6 punti percentuali tra il 1972 e il 1976 (dal 18,6 al 20,2 per cento), mentre per gli uomini nello stesso periodo è diminuito di 0,9 punti (dal 53,3 al 52,4 per cento).

Questa divergenza di comportamento è imputabile, in presenza di andamenti non significativamente diversi dei rapporti tra non occupati e popolazione, al fatto che, per le donne, l'incremento di occupazione extra-agricola, in special modo nel terziario, ha superato largamente la moderata flessione dell'occupazione agricola, mentre al contrario, per gli uomini, l'aumento netto di occupazione (differenza tra la crescita di occupazione extra-agricola e la caduta dell'occupazione agricola) non ha compensato neppure l'effetto sul tasso di attività dell'incremento della popolazione.

L'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro non ha riguardato in eguale misura tutte le classi di età. Infatti, la rispondenza ai mutamenti del ciclo è stata assai diversa per le classi centrali di età, quelle cioè comprese tra i 25 e i 49 anni, per i giovani e per gli anziani (fig. F 3). Per le prime si registra, tra il 1973 e il 1976, periodo in cui l'occupazione è aumentata di 626.000 unità, un incremento del tasso di attività nettamente superiore a quello avutosi nel triennio precedente, nel quale l'occupazione era diminuita di 193.000 unità.

La crescita del tasso di attività complessivo delle forze di lavoro comprese tra i 25 e i 49 anni risulta generalizzato alle singole classi di età e a entrambi i sessi; in particolare, il maggior aumento si è

Fig. F 3



Forze di lavoro e occupazione in rapporto alla popolazione distinte per sesso, settore di attività e classi di età

Elaborazione su dati Istat

Nota: Variazioni assolute dei valori percentuali intervenute tra gli anni indicati. Seguendo la classificazione Istat, oltre alle undici classi quinquennali di età, che includono le persone tra i 15 e i 69 anni compiuti, sono state considerate le due classi estreme comprendenti le persone aventi 14 e 70 anni o più.

avuto per le donne. Per queste, come del resto per gli uomini, tale crescita discende essenzialmente dall'incremento degli occupati nei servizi che, per le classi considerate, sono aumentati tra il 1973 e il 1976 di 555.000 unità, rispetto alle 207.000 unità in piú dell'industria.

Per quanto riguarda il tasso di occupazione giovanile, si osserva che le sue variazioni sono largamente indipendenti da quelle del ciclo produttivo e che i mutamenti piú sensibili del rapporto tra forze di lavoro e popolazione, per coloro che hanno età compresa tra i 14 e i 24 anni, hanno seguíto gli andamenti dei tassi specifici di occupazione del settore industriale. Infatti, la rilevante diminuzione del tasso di attività di queste classi di età appare sostanzialmente simile nei due periodi esaminati (1970-73 e 1973-76) e deriva dall'analogo andamento del corrispondente tasso di occupazione nell'industria, cui si aggiunge la flessione meno accentuata del settore agricolo.

Tav. F 4

PERSONE NON OCCUPATE DI ETA' INFERIORE A 25 ANNI DISTINTE PER SESSO E CONDIZIONE NELLA RICERCA DELL'OCCUPAZIONE

Anni	Percentuale dei giovani in cerca di occupazione sul totale dei non occupati			Percentuale dei giovani in cerca di prima occupazione sul totale dei non occupati			Percentuale dei giovani disoccupati sul totale dei disoccupati		
	maschi e femmine	maschi	femmine	maschi e femmine	maschi	femmine	maschi e femmine	maschi	femmine
1970 . .	61,3	36,4	24,9	47,8	27,2	20,6	30,5	20,9	9,6
1971 . .	59,9	35,1	24,8	46,3	26,1	20,2	29,5	19,6	9,9
1972 . .	65,0	40,2	24,8	54,1	32,9	21,2	29,0	19,5	9,5
1973 . .	62,9	36,7	26,2	52,4	30,1	22,3	28,2	17,7	10,5
1974 . .	65,0	38,2	26,8	53,9	31,2	22,7	32,0	20,1	11,9
1975 . .	63,6	36,5	27,1	51,1	28,9	22,2	33,3	20,3	13,0
1976 . .	64,1	35,2	28,8	53,0	28,4	24,6	31,8	19,6	12,2

Elaborazione su dati Istat.

L'effetto di scoraggiamento che questo andamento della domanda di lavoro produce sull'offerta va considerato come la principale causa che limita l'incremento del numero dei giovani disoccupati, registrato nelle statistiche ufficiali, su un livello assai piú contenuto di quello che ci si attenderebbe sulla base della caduta dell'occupazione giovanile.

L'andamento della disoccupazione giovanile non è stato uguale per i due sessi: infatti, mentre per gli uomini la caduta del tasso di attività ha seguíto da vicino, soprattutto nel periodo 1973-76, quella del rap-

porto tra occupati e popolazione, per le donne se ne è discostata notevolmente in conseguenza del maggiore incremento delle giovani non occupate.

Tra il 1970 e il 1976 si è manifestata una tendenza all'aumento, rispetto al totale dei non occupati, della quota dei giovani di età inferiore ai 25 anni, che è passata dal 61,3 per cento del 1970 al 64,1 per cento del 1976 (tav. F 4). Ciò è derivato interamente dall'incremento del numero delle giovani donne non occupate, le quali nel 1970 rappresentavano il 24,9 per cento degli inoccupati di età inferiore ai 25 anni e nel 1976 costituivano invece il 28,8 per cento di tale aggregato. Lo sfavorevole andamento rilevato per le donne è il risultato sia della forte crescita della quota delle giovani disoccupate sul totale dei disoccupati in senso stretto, sia del sensibile incremento della quota delle donne in cerca di prima occupazione sul totale delle persone non occupate.

Per quanto riguarda gli anziani, cioè l'altra parte delle forze di lavoro per la quale il tasso di partecipazione tende strutturalmente a diminuire, si nota che, nel periodo 1973-76, esso è aumentato sia per i maschi sia, in maggior misura, per le femmine, ovvero ha presentato flessioni meno accentuate rispetto al triennio precedente. Si è manifestato corrispondentemente un generale fenomeno di invecchiamento della manodopera occupata; tale tendenza è particolarmente sensibile nell'industria, dove è favorita anche da una piú accentuata concentrazione degli occupati all'interno stesso delle classi centrali verso i gruppi di età piú avanzati. Tra il 1970 e il 1976 l'età media degli occupati nell'industria è passata da 35,2 a 36,3 anni.

Le retribuzioni.

L'attività sindacale. — Due momenti hanno caratterizzato l'azione sindacale nel 1976. Il primo, riguardante i rinnovi dei contratti nazionali di lavoro nella maggior parte dei settori industriali, nell'agricoltura e in alcuni settori del terziario, è andato esaurendosi nel corso dell'anno con il raggiungimento di accordi specifici di carattere sia salariale sia normativo; il secondo, sostanzialmente dedicato al tema della riduzione dei costi unitari del lavoro, ha continuato a essere al centro dell'attenzione anche nei primi mesi dell'anno in corso.

La fase dei rinnovi contrattuali è stata contrassegnata da un elevato numero di ore lavorative perdute per conflitti di lavoro, specialmente nelle industrie manifatturiere, nell'agricoltura e nel commercio. Ciò nonostante, il complesso delle ore perdute nel 1976 (circa 130 milioni,

tav. F 5) a causa di conflitti originati dal rapporto di lavoro è diminuito del 28,5 per cento rispetto all'anno precedente ed è risultato il piú basso dal 1969 con l'eccezione del 1971. Va notato, però, che nel quarto trimestre del 1975 si era avuta una perdita di quasi 50 milioni di ore, a segnare l'inizio delle vertenze connesse con il rinnovo dei contratti.

Tav. F 5

ORE LAVORATIVE PERDUTE PER CONFLITTI DI LAVORO

(migliaia)

Settori di attività economica	1973	1974	1975	1976
AGRICOLTURA	5.947	9.715	24.729	12.677
INDUSTRIA	120.702	93.576	76.678	77.491
Estrattive	1.438	756	1.410	442
Manifatturiere	114.977	81.508	61.697	66.461
di cui: alimentari, tabacco e affini	*1.032*	*4.928*	*2.180*	*1.342*
tessili	*13.637*	*7.595*	*6.202*	*7.522*
vestiario e abbigliamento	*1.659*	*3.335*	*2.849*	*1.736*
metallurgiche e meccaniche	*78.723*	*45.318*	*29.545*	*42.425*
lavorazione minerali non metalliferi	*3.983*	*1.980*	*1.645*	*1.415*
chimiche e gomma	*7.962*	*9.925*	*10.304*	*7.511*
carta e poligrafica	*2.879*	*2.008*	*2.334*	*1.387*
Costruzioni	2.261	9.942	14.503	10.219
Elettricità, gas e acqua	2.026	1.370	1.068	369
ATTIVITA' TERZIARIE	27.152	20.764	31.597	25.964
Commercio	8.466	5.804	7.756	8.453
Trasporti e comunicazioni	12.845	6.196	12.303	7.077
Credito e assicurazioni	385	1.444	1.688	4.439
Altre attività	5.456	7.320	9.850	5.995
AMMINISTRAZIONE PUBBLICA	10.134	12.212	46.377	13.613
TOTALE ...	163.935	136.267	181.381	129.745

Fonte: Istat.

Le vertenze riguardanti i contratti dei dipendenti delle industrie chimiche, dei metalmeccanici e degli edili si concludevano nella prima parte dell'anno. Sui principali risultati di questi accordi ci si è già soffermati nella Relazione dello scorso anno; si avevano, in particolare, sul piano salariale aumenti retributivi pressoché uguali per tutti i dipendenti e tutte le categorie, e, su quello piú generale, intese relative all'informazione sui progetti d'investimento. Nel prosieguo del 1976, trovavano soluzione, con risultati sostanzialmente analoghi, anche le vertenze connesse con gli altri contratti scaduti, i piú importanti dei quali, in base al numero di dipendenti, erano quelli dei tessili, degli operai agricoli, dei dipendenti del commercio, del pubblico impiego e del settore bancario.

Oltre a un aumento per un importo annuo di 325.000 lire pro capite i lavoratori del settore del credito hanno ottenuto l'accoglimento di varie richieste di carattere normativo, tra cui quelle della rotazione del personale (su domanda degli interessati e dopo aver svolto per tre anni le medesime mansioni) e del diritto delle organizzazioni sindacali a essere informate in via preventiva sugli intendimenti aziendali in tema di innovazioni tecnologiche e di rilevanti ristrutturazioni all'interno dell'azienda. L'accordo del settore tessile e dell'abbigliamento (circa 1.200.000 lavoratori) ha seguíto, con analoghi risultati, la linea delle altre vertenze dell'anno per quanto riguarda la parte salariale; piú significative appaiono le intese di carattere generale riguardanti l'informazione sugli investimenti per le aziende sopra i 300 addetti, la costituzione di commissioni paritetiche per la determinazione, secondo le necessità, delle tariffe dei cottimi per il lavoro a domicilio, e l'impegno all'applicazione del contratto nazionale e delle leggi sul lavoro da parte delle imprese committenti lavorazioni a terzi.

Vanno inoltre ricordate la stipulazione del primo contratto nazionale per i dipendenti del parastato e la trasformazione, nell'agricoltura, del patto collettivo in contratto nazionale che ha interessato un milione e mezzo di braccianti e salariati fissi, con la loro trasformazione in operai agricoli e con numerose norme sul trattamento economico, sulle qualifiche e sulle condizioni di lavoro. Anche per gli 800.000 dipendenti del commercio l'accordo ha comportato, oltre una indennità *una tantum,* un aumento di 25.000 lire mensili con decorrenza dal primo gennaio 1977 e il riconoscimento del diritto all'informazione sui piani di investimento, nell'ambito aziendale per le imprese maggiori e territoriale per le altre.

In dicembre, infine, si arrivava a una intesa tra governo e confederazioni sindacali sul contratto per il pubblico impiego che, oltre a miglioramenti retributivi, graduali nel tempo e tali da raggiungere per tutti una somma globale di circa 50.000 lire mensili nel 1978, poneva anche le basi per una modifica in senso funzionale dell'ordinamento delle carriere nelle Amministrazioni pubbliche.

Nella seconda parte dell'anno si intensificava il confronto tra governo e sindacati sulle misure necessarie per superare le difficoltà economiche del Paese. I sindacati affermavano la disponibilità dei lavoratori ad affrontare i sacrifici necessari richiedendo nel contempo modifiche al piano di rinconversione industriale e garanzie per un controllo sul fondo di riconversione e sulla mobilità. Veniva inoltre ribadita l'opposizione di principio a variazioni, sia al paniere dell'indice sindacale del costo della vita sia al modo di funzionamento del sistema della scala mobile, volte a ridurre il grado di indicizzazione delle retribuzioni.

Con la crisi valutaria del settembre e le proposte governative per fronteggiarla veniva ad assumere centrale importanza il tema del costo del lavoro; su invito del governo, Confindustria e Organizzazioni sindacali dei lavoratori decidevano di incontrarsi allo scopo di giungere a un accordo che permettesse di ridurne la dinamica ascendente. Dopo numerosi incontri e trattative l'intesa era raggiunta il 26 gennaio 1977; oltre ad alcune qualificazioni della normativa in tema di distribuzione delle ferie, di lavoro straordinario, di turni di lavoro e di mobilità interna, le due parti concordavano il regime retributivo per il 1977 delle sette

festività soppresse dal Parlamento (in via definitiva con la legge 5 marzo 1977, n. 54) e l'abolizione, con decorrenza dal 31 gennaio dell'anno in corso, della rivalutazione dell'indennità di anzianità per effetto della scala mobile.

Una valutazione dell'effetto sui costi unitari proveniente dalla trasformazione in giornate lavorative delle sette festività abolite dal Parlamento è legata agli incrementi di produttività per occupato che ne potrebbero derivare, i quali dipendono in modo sostanziale dallo sviluppo dell'attività economica. L'accordo sull'indennità di anzianità, invece, comporta per le imprese una riduzione di costi del lavoro notevole ma differita nel tempo, essendo essa legata al numero dei dipendenti che cessano nell'anno il loro rapporto di lavoro; solo nel medio periodo, quindi, i costi effettivi delle imprese dovrebbero risentire in modo significativo di questo provvedimento.

L'esclusione degli scatti di contingenza dal calcolo della indennità di anzianità veniva poi sancita dal Parlamento con la legge 31 marzo 1977, n. 91, che provvedeva anche a ricondurre alla disciplina contrattuale vigente nell'industria tutti i piú favorevoli sistemi di indicizzazione delle retribuzioni. L'utilizzazione delle somme risparmiate nel 1977 per effetto di questo provvedimento, che interessa soprattutto i dipendenti degli istituti di credito e di assicurazione, dovrà essere determinata dal governo entro due mesi dall'entrata in vigore della legge. Questa misura seguiva il provvedimento (legge 10 dicembre 1976, n. 797) con cui veniva disposta la corresponsione di buoni del Tesoro poliennali, non cedibili dai portatori se non dopo cinque anni dalla loro emissione, degli aumenti dovuti a titolo di indennità di contingenza, nella misura del 50 per cento per le retribuzioni (al netto delle trattenute previdenziali e al lordo di quelle fiscali) comprese tra i 6 e gli 8 milioni annui e del 100 per cento per quelle superiori agli 8 milioni.

L'accordo tra Confindustria e Organizzazioni sindacali dei lavoratori, pur rappresentando un elemento positivo nella direzione di una diminuzione dei costi del lavoro per le imprese, non era ritenuto sufficiente a ridurli in misura apprezzabile per il 1977; il governo decideva quindi la fiscalizzazione di una parte degli oneri sociali, finanziata attraverso un aumento delle aliquote delle imposte sul valore aggiunto e su alcuni prodotti petroliferi, a favore delle imprese industriali (escluse le edili); tale provvedimento veniva successivamente esteso ad alcuni settori del commercio e al comparto alberghiero. Il provvedimento, che comportava un minor carico per le imprese di 14.000 lire mensili per ogni dipendente dal febbraio all'aprile del 1977 e di 24.500 lire dal maggio del 1977 al gennaio del 1978, prevedeva due norme: la prima escludeva dai benefici del provvedimento le imprese che concedevano

aumenti salariali in sede di contrattazione aziendale e impediva loro di detrarli ai fini dell'imposizione fiscale; la seconda sterilizzava i suddetti aumenti di imposte indirette ai fini del computo dell'indice sindacale del costo della vita, cosí da evitare che gli effetti del provvedimento sul costo del lavoro venissero compromessi dai maggiori aumenti retributivi dovuti all'indennità di contingenza che l'inasprimento fiscale avrebbe altrimenti comportato.

Questi due punti trovavano una forte opposizione da parte sindacale e venivano aboliti, dopo il raggiungimento di un'intesa tra governo e sindacati alla fine di marzo dell'anno in corso, con la trasformazione in legge del provvedimento governativo (legge 7 aprile 1977, n. 102). In sostituzione della sterilizzazione degli aumenti delle aliquote IVA, i sindacati accettavano la riduzione delle voci di spesa « giornale quotidiano », « trasporti urbani » ed « energia elettrica » nell'indice sindacale del costo della vita; riduzione che comporta, nell'immediato, una diminuzione dell'indice stesso valutabile in un punto e mezzo circa e, in prospettiva, una maggiore flessibilità nella politica governativa di amministrazione dei prezzi. Veniva inoltre riconfermato dalle Organizzazioni sindacali l'intendimento di contenere le richieste di aumenti salariali nel corso della contrattazione aziendale, già espresso all'epoca dell'accordo con la Confederazione generale dell'industria italiana.

L'evoluzione salariale. — Tra il dicembre 1975 e il dicembre 1976 le retribuzioni minime contrattuali orarie sono cresciute nel complesso dell'industria del 28,9 per cento per gli operai e del 22 per cento per gli impiegati (tav. F 6), con una sensibile accelerazione rispetto a quanto era avvenuto nel corso dell'anno precedente. I fattori che hanno determinato questa evoluzione sono costituiti dagli aumenti salariali conseguiti in occasione del rinnovo dei contratti nazionali per la maggior parte dei settori industriali e dallo scatto di 20 punti dell'indice sindacale, in presenza di un progressivo incremento del valore medio del punto di contingenza.

Il maggior contributo alla dinamica sopra descritta aveva luogo nella parte centrale dell'anno a causa sia della risoluzione delle piú importanti vertenze contrattuali, sia del piú elevato sviluppo dei prezzi che determinava sei scatti del punto di contingenza in maggio e sette in agosto: nel secondo e terzo trimestre del 1976 le retribuzioni crescevano, rispetto al periodo precedente, del 9,5 e del 9,8 per cento per gli operai dell'industria e del 7,1 e del 6,0 per cento per gli impiegati.

Tav. F 6

RETRIBUZIONI ORARIE MINIME CONTRATTUALI (1)

(variazioni percentuali)

Settori	1975 / 1974	1976 / 1975	dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75
SALARI				
Agricoltura	32,7	25,1	21,2	33,6
Industria	28,0	20,8	20,3	28,9
Estrattive	24,1	21,8	20,4	29,8
Manifatturiere	26,7	20,9	20,9	29,0
di cui: alimentari	*36,7*	*15,2*	*17,3*	*20,6*
tessili	*25,5*	*22,5*	*21,7*	*34,6*
metalmeccaniche	*24,8*	*22,3*	*20,6*	*30,2*
chimiche	*23,8*	*22,5*	*20,9*	*29,2*
Costruzioni	31,0	21,0	18,7	29,0
Elettriche e gas	24,2	16,3	23,4	20,8
Commercio	30,7	16,3	24,0	18,8
Alberghi e pubblici esercizi (2)	..	30,0	..	31,1
Trasporti	16,3	21,7	17,3	25,1
Comunicazioni (2)	..	13,6	..	16,9
STIPENDI				
Industria	23,3	16,9	18,1	22,0
Commercio	27,7	14,4	21,2	16,2
Alberghi e pubblici esercizi (2)	..	27,8	..	28,8
Trasporti	10,6	16,7	11,0	18,0
Comunicazioni (2)	..	13,9	..	11,5
Credito e assicurazioni (2)	..	16,1	..	19,8

Fonte: Istat.

(1) Esclusi gli assegni familiari. – (2) Le rilevazioni in questi settori sono iniziate solo nel 1975.

Il maggior incremento in corso d'anno si è registrato nel settore agricolo (33,6 per cento); a esso contribuiva soprattutto la corresponsione dell'indennità di contingenza, i cui effetti sono in questo settore particolarmente sensibili dato il basso livello medio salariale; si aggiungevano poi gli aumenti contrattuali avutisi all'inizio del quarto trimestre dell'anno.

I minori aumenti tra il dicembre del 1975 e il dicembre del 1976 si sono avuti nei servizi (a eccezione del settore degli alberghi e pubblici esercizi, il cui forte incremento è in buona parte dipeso dalla riduzione dell'orario di lavoro avvenuta all'inizio dell'anno). In particolare, la crescita delle retribuzioni orarie contrattuali è stata del 18,8 per cento per gli operai del commercio e del 25,1 e 16,9 per cento per quelli dei trasporti e delle comunicazioni; per gli impiegati si sono avuti aumenti del 16,2 per cento nel commercio, del 18,0 nei trasporti,

dell' 11,5 nel settore delle comunicazioni e del 19,8 per cento in quello del credito e delle assicurazioni. I minori incrementi percentuali nelle attività terziarie rispetto all'industria e all'agricoltura discendono dal fatto che in alcuni settori (commercio, comunicazioni) non si sono registrati nel 1976 effetti conseguenti a rinnovi contrattuali e che laddove si sono avuti aumenti tabellari (credito, trasporti) questi sono stati in generale di importo circa uguale a quelli dell'industria, con il risultato di una incidenza percentuale inferiore dati i piú elevati livelli medi retributivi.

Le variazioni dei salari contrattuali nel corso dell'anno sono state in generale sensibilmente superiori a quelle intercorse tra la media del 1975 e la media del 1976, sulle quali solo in parte si sono riflessi gli aumenti contrattuali e il maggior numero di punti di contingenza scattati nell'anno rispetto ai 14 del 1975; all'aumento del 28,9 per cento tra il dicembre del 1975 e il dicembre del 1976 ha corrisposto un aumento medio annuo per gli operai dell'industria pari al 20,8 per cento. Una crescita minore dei salari si è avuta nel commercio e nelle comunicazioni, mentre nell'agricoltura la crescita media annua è stata del 25,1 per cento. Piú contenuti sono invece risultati gli aumenti delle retribuzioni degli impiegati in tutti i settori.

Nel 1976 è proseguita, accentuandosi, la tendenza al restringimento del ventaglio retributivo sia fra settori sia, all'interno di questi, fra le retribuzioni degli operai e quelle degli impiegati. Valutate rispetto agli incrementi dell'indice sindacale del costo della vita, le retribuzioni degli operai sono cresciute in termini reali tra il dicembre del 1975 e il dicembre del 1976 del 9,8 per cento nell'agricoltura, del 5,9 nell'industria e del 2,8 nel settore dei trasporti (le variazioni medie annue sono state rispettivamente del 7,2, del 3,5 e del 4,3 per cento) mentre per il commercio si è avuta una flessione del 2,4 per cento (— 0,3 nella media dell'anno). Le retribuzioni minime degli impiegati, invece, sono risultate stazionarie in corso d'anno in termini reali nell'industria e sono cadute del 4,5 per cento nel commercio, del 3 per cento nei trasporti e dell' 1,6 per cento nel settore del credito e delle assicurazioni.

A tale fenomeno hanno contribuito da un lato la corresponsione di aumenti contrattuali di importo uguale per tutti e dall'altro l'effetto perequativo che è derivato dal processo di unificazione dell'indennità di contingenza al livello piú elevato. Questo processo si è completato nel febbraio dell'anno in corso, data alla quale a tutte le qualifiche, categorie e gruppi di età corrisponde un unico valore del punto di contingenza, pari a 2.389 lire mensili; questo comporta un reintegro di potere d'acquisto inversamente proporzionale alla retribuzione percepita. Esiste quindi, nell'ipotesi di un tasso costante d'inflazione, un unico livello di retribuzione lorda che, per l'operare del sistema di scala mobile, può

tornare ogni tre mesi al valore in termini reali raggiunto nel febbraio del 1977.

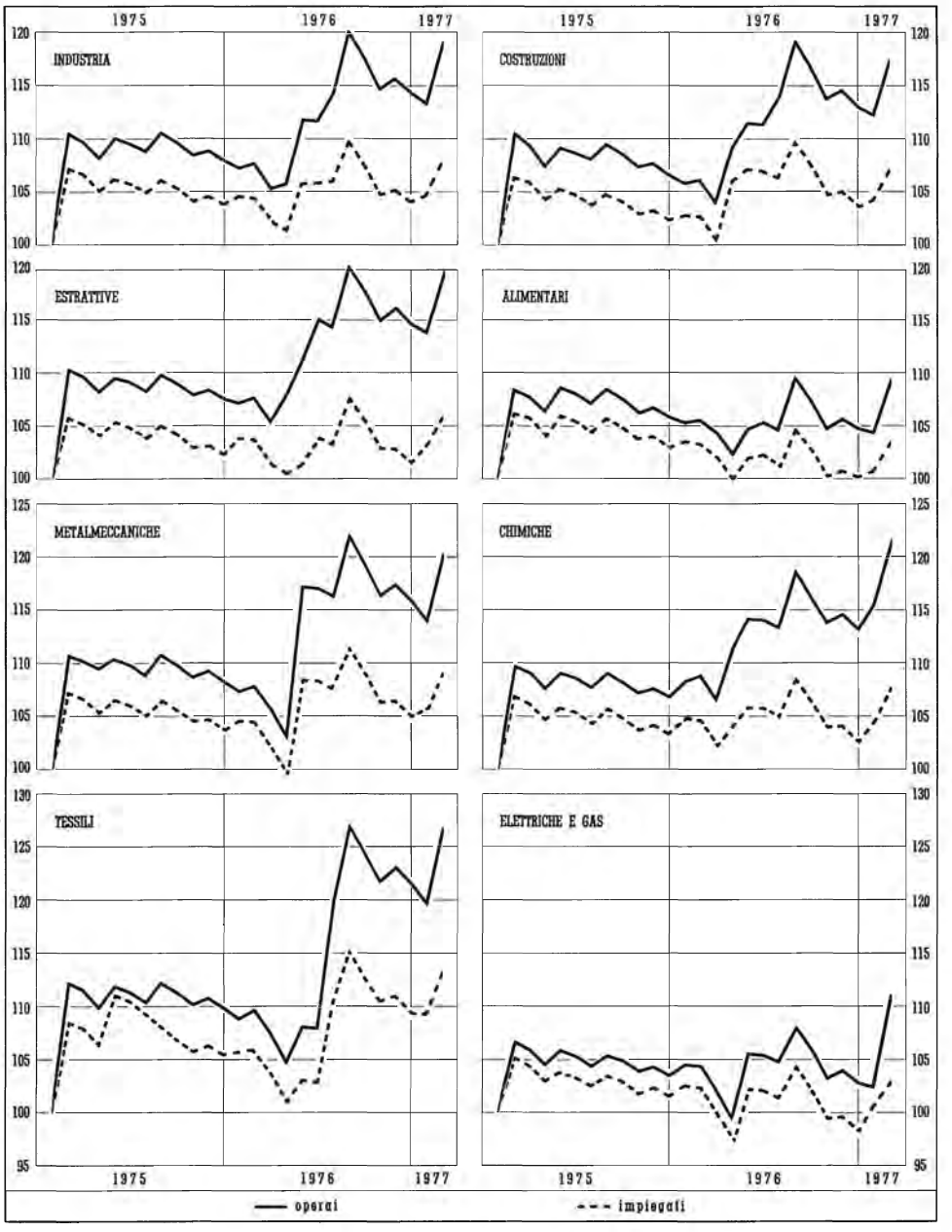
Il valore, a tale data, di questa retribuzione monetaria mensile è pari a circa 342.000 lire, importo che si ottiene moltiplicando il valore del punto di contingenza per il livello dell'indice sindacale del costo della vita. A parità di ore lavorate per dipendente e in assenza di aumenti contrattuali, le retribuzioni sotto tale livello tenderanno ad aumentare in termini reali, cosicché la loro elasticità rispetto ai prezzi, superiore all'unità, diminuirà tendendo a uno tanto piú velocemente quanto piú alto è il tasso di inflazione; l'opposto avverrà per le retribuzioni superiori a quella perfettamente indicizzata.

Una stima approssimata per il 1976 del livello medio retributivo dei dipendenti dell'industria può essere effettuata sui dati di contabilità nazionale del reddito da lavoro dipendente e degli occupati dipendenti. Nell'ipotesi di una aliquota di oneri sociali sulla retribuzione lorda pari al 48,5 per cento si ottiene una retribuzione per dipendente nell'industria pari a circa 314.500 lire mensili nella media del 1976; aumentando questo valore proporzionalmente al dislivello che esiste tra l'indice di febbraio del 1977 delle retribuzioni contrattuali, per dipendente, degli operai e impiegati e quello medio del 1976, si ottiene una retribuzione per dipendente pari a 370.435 lire al febbraio del 1977. Il grado di indicizzazione di questa retribuzione media (definito dal rapporto tra la retribuzione completamente indicizzata e quella effettiva) sarebbe quindi, a tale data, pari al 92,2 per cento; esso scenderebbe al 90,4 per cento nel caso che le ore lavorate per dipendente fossero cresciute, nel complesso dell'industria, del 2 per cento tra la media del 1976 e il febbraio del 1977. In presenza di sensibili variazioni nel tasso di inflazione potrebbero avvenire variazioni di una certa entità nel grado di indicizzazione, che potrebbe anche superare in alcune occasioni l'unità, ove si avesse una forte decelerazione dell'aumento dei prezzi, e ridursi nel caso di una loro accelerazione. Questo fenomeno dipende dal fatto che mentre le retribuzioni monetarie crescono per la variazione dei prezzi occorsa precedentemente alla loro erogazione, la variazione dei prezzi rilevante per la loro valutazione in termini reali è ad essa successiva, riferendosi al periodo in cui le suddette retribuzioni possono essere spese.

Il fenomeno della perequazione in termini reali è stato di particolare rilievo nel 1976 come è messo in evidenza nella figura F 4, in cui viene riportata l'evoluzione mensile delle retribuzioni contrattuali in termini reali per operai e impiegati nel complesso dell'industria e in alcuni dei settori piú rappresentativi.

Dopo il forte aumento avutosi nel febbraio del 1975 (prima tappa dell'unificazione del punto di contingenza e aumento di 12.000 lire mensili pro capite), la retribuzione lorda media nell'industria è diminuita in termini reali nel corso dello stesso anno, a causa di una indicizzazione ancora sostanzialmente inferiore all'unità. Con la progressiva unificazione del valore del punto di contingenza e gli aumenti conseguenti ai rinnovi contrattuali si è avuta una notevole crescita nel corso del 1976, soprattutto per gli operai, raggiungendosi un livello massimo nell'agosto, allorché la terza tappa dell'unificazione del punto è coincisa con lo scatto di sette punti di contingenza. La spinta ugualitaria contenuta sia nella

Fig. F 4



Retribuzioni minime contrattuali in termini reali nell'industria

(indici, gennaio 1975 = 100)

Elaborazione su dati Istat

Nota: Le retribuzioni reali sono definite dal rapporto tra l'indice delle retribuzioni orarie minime contrattuali e l'indice sindacale del costo della vita; il livello di tale indice nel mese di febbraio del 1977 è stato stimato in modo da non tenere conto del minore aumento dovuto alle modifiche del paniere a seguito dell'accordo tra le parti sociali.

unificazione del valore del punto sia nelle richieste di aumenti salariali uguali per tutti è messa in evidenza dalla crescita in termini reali dei salari notevolmente piú elevata di quella degli stipendi, che anzi in molti settori erano a fine 1976 ancora inferiori al livello del febbraio dell'anno precedente; i maggiori incrementi salariali si sono inoltre registrati nei settori dove le retribuzioni sono inferiori alla media, come l'industria tessile, la situazione opposta verificandosi per i settori a piú alti livelli retributivi e per quelli (alimentari) in cui non si sono avuti nel 1976 aumenti contrattuali.

Il costo del lavoro nel settore privato. — Il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore privato è continuato a salire nel 1976 in misura rilevante (14,8 per cento, tav. F 7) anche se a un tasso inferiore a quello eccezionale dell'anno precedente; la minore crescita del costo unitario rispetto a quello per dipendente (21,1 per cento) è dovuta al sensibile incremento ciclico di produttività che è seguito alla flessione avutasi nel 1975.

L'incremento di produttività appare piú accentuato nel settore industriale dove ha riflesso, data una sostanziale stabilità dell'occupazione, l'aumento della produzione; il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto in questo settore dell' 11,5 per cento (3,3 punti percentuali in meno rispetto alla media del settore privato) in presenza di un aumento del costo del lavoro per dipendente superiore a quello medio. Ancora inferiore è stata la crescita del costo unitario nell'industria in senso stretto (tav. F 8) dove, dopo l'aumento del 34,6 per cento nel 1975, si è registrato nel 1976 un aumento del 10,1 in conseguenza di una crescita dell' 11,5 per cento del prodotto per occupato.

Dopo il forte incremento che ha avuto luogo nel secondo trimestre dell'anno, il costo del lavoro per dipendente nell'industria in senso stretto ha mostrato una notevole decelerazione nella seconda metà del 1976, mentre nel corso dell'anno è proseguito il buon andamento della produttività iniziatosi sulla fine del 1975. Il costo unitario ha quindi presentato una crescita progressiva in corso d'anno interrotta dalla flessione nel quarto trimestre, da ascriversi al forte incremento di produzione e alla modesta crescita del costo del lavoro per dipendente (l'effetto degli aumenti contrattuali essendosi ormai ridotto ed essendosi avuti solo quattro scatti di contingenza in novembre dopo i sette dell'agosto).

Notevolmente piú elevati che nell'industria sono stati gli aumenti del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore agricolo (25,8 per cento) e nei servizi (16,4 per cento). Nell'agricoltura, pur in presenza di una crescita salariale pressoché analoga a quella dell'indu-

stria, si è avuta infatti una flessione di produttività causata principalmente dalla diminuzione della produzione rispetto al 1975. Nel settore dei servizi il prodotto per occupato è cresciuto nel 1976 solo

Tav. F 7

COSTO DEL LAVORO NEL SETTORE PRIVATO

(variazioni percentuali annue)

Anni	Valore aggiunto ai prezzi di mercato (1)	Occupazione complessiva (2)	Prodotto per occupato	Reddito da lavoro dipendente per occupato dipendente	Costo del lavoro per unità di prodotto
			Settore privato (esclusi fabbricati) (3)		
1971	1,2	−0,7	2,0	13,0	10,8
1972	2,9	−1,8	4,8	10,8	5,8
1973	7,5	0,3	7,2	21,3	13,2
1974	4,2	1,4	2,7	24,1	20,8
1975	−4,5	−0,2	−4,3	23,1	28,7
1976	6,2	0,7	5,4	21,1	14,8
			Agricoltura		
1971	0,5	−0,7	1,2	12,7	11,4
1972	−7,4	−8,1	0,7	17,0	16,2
1973	7,0	−3,2	10,5	20,5	9,0
1974	1,9	−2,5	4,5	33,5	27,8
1975	3,3	−4,7	8,5	32,0	21,7
1976	−3,3	−1,2	−2,1	23,2	25,8
			Industria		
1971	−0,4	−1,7	1,4	11,6	10,1
1972	3,6	−1,7	5,4	11,2	5,5
1973	9,0	0,5	8,4	22,9	13,3
1974	4,6	1,5	3,0	23,5	19,9
1975	−8,9	−0,3	−8,6	22,5	34,1
1976	9,7	−0,1	9,8	22,4	11,5
			Servizi (esclusi fabbricati) (3)		
1971	3,8	0,5	3,3	14,9	11,2
1972	4,9	1,6	3,2	9,1	5,7
1973	5,7	2,0	3,6	18,4	14,3
1974	4,4	3,1	1,2	22,7	21,2
1975	−0,1	2,0	−2,1	21,8	24,3
1976	4,4	2,3	2,0	18,8	16,5

Fonte: Relazione generale sulla situazione economica del paese.

(1) Prezzi 1970; i dati per i settori dell'Agricoltura, dell'Industria e dei Servizi includono anche i servizi bancari imputati. – (2) I dati sull'occupazione complessiva e dipendente sono desunti dall'elaborazione sugli occupati presenti in Italia. – (3) I dati includono anche gli "altri servizi non destinabili alla vendita".

del 2 per cento (per il notevole incremento dell'occupazione) non riuscendo quindi a ridurre apprezzabilmente la spinta verso l'alto apportata al costo unitario dall'aumento dei costi del lavoro per occupato dipendente.

Tav. F 8

COSTO DEL LAVORO NELL'INDUSTRIA IN SENSO STRETTO (1)

(indici, 1970 = 100)

Periodo	Valore aggiunto ai prezzi di mercato (2)	Occupazione complessiva (3)	Produttività del lavoro	Costo del lavoro	
				per occupato dipendente (3)	per unità di prodotto
	A	B	C=A:B	D	E=D:C
1971	100,7	100,0	100,7	110,9	110,1
1972	105,0	98,9	106,2	123,4	116,1
1973	115,9	100,4	115,4	150,3	130,2
1974	121,8	102,8	118,5	184,1	155,3
1975	110,6	102,7	107,7	225,1	209,0
1976	123,9	103,2	120,1	276,5	230,2
1973 - I trim.	106,4	99,0	107,4	129,2	120,2
II "	114,3	99,0	115,4	148,3	128,5
III "	120,7	101,2	119,3	159,2	133,4
IV "	122,1	102,4	119,3	163,9	137,4
1974 - I trim.	124,9	102,7	121,6	167,8	138,0
II "	125,7	103,0	122,0	183,9	150,8
III "	122,9	102,6	119,7	191,0	159,5
IV "	113,9	102,8	110,8	193,9	175,0
1975 - I trim.	112,7	103,9	108,5	208,7	192,4
II "	109,2	102,4	106,7	222,5	208,6
III "	105,7	102,2	103,4	236,1	228,5
IV "	114,7	102,3	112,1	233,4	208,2
1976 - I trim.	117,6	101,4	115,9	241,8	208,6
II "	122,9	103,0	119,3	270,9	227,1
III "	122,4	104,2	117,5	292,4	248,8
IV "	132,6	104,0	127,5	300,0	235,2

Fonte: Elaborazione su dati Istat e Ministero del lavoro e della previdenza sociale.

(1) I dati trimestrali sono depurati delle variazioni stagionali. — (2) Prezzi 1970; al lordo dei servizi bancari imputati. — (3) I dati annuali sull'occupazione complessiva e dipendente sono desunti dall'elaborazione sugli occupati presenti in Italia.

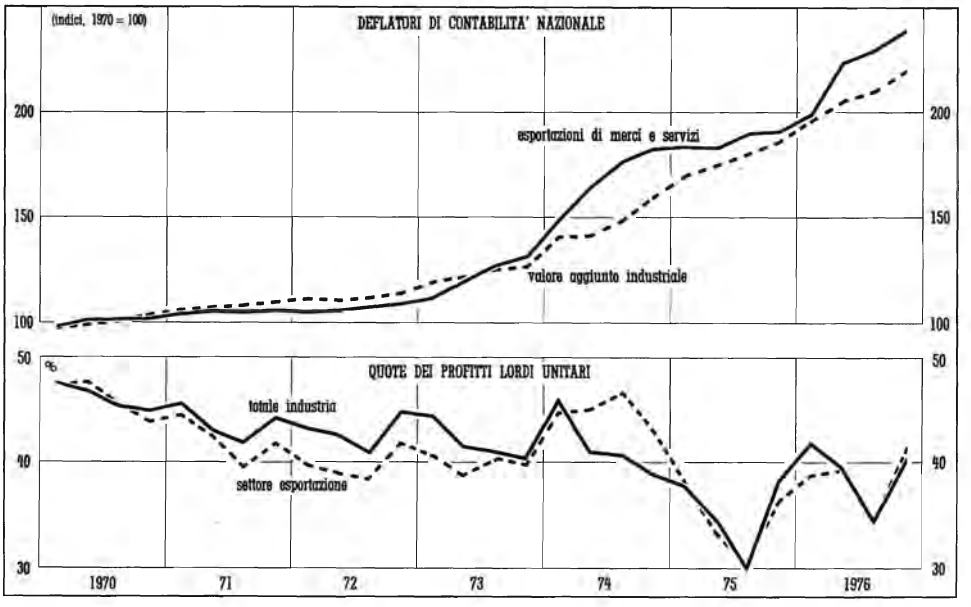
I prezzi.

Negli anni piú recenti, lo sviluppo dei costi di produzione che le imprese manifatturiere hanno dovuto fronteggiare è risultato sensibilmente maggiore di quello dei prezzi interni: tra il 1970 e il 1975 l'incremento medio annuo del costo del lavoro per unità di prodotto è stato del 16,3 per cento contro il 12,4 e il 14,8 per cento rispettivamente del deflatore del valore aggiunto dell'industria in senso

stretto e dei prezzi all'ingrosso. Inoltre, dal 1973 l'approvvigionamento dei prodotti di base sui mercati internazionali è risultato sempre piú oneroso sia per i forti aumenti delle materie prime sui mercati di origine, con la sola interruzione del 1975 a seguito della grave crisi recessiva che ha interessato tutte le principali economie, sia per il progressivo deterioramento del valore esterno della nostra moneta.

Negli ultimi anni si è cosí formato nel sistema un notevole potenziale inflazionistico, il contenimento del quale si è presentato sempre piú problematico per le imprese a causa delle difficoltà di comprimere ulteriormente i loro margini di profitto (fig. F 5). Infatti, in presenza di modesti guadagni di produttività, la ricostituzione dei margini di profitto da parte delle imprese per fronteggiare una dinamica dei costi costantemente in ascesa non può avvenire che attraverso considerevoli aumenti dei prezzi.

Fig. F 5



Andamento delle quote dei profitti e dei prezzi impliciti nel valore aggiunto industriale e nelle esportazioni di merci e servizi

Nota: **Tutte le grandezze si riferiscono all'industria in senso stretto. Le quote dei profitti lordi unitari sono state ottenute detraendo dall'unità la quota del reddito da lavoro dipendente. La quota dei profitti lordi unitari del settore esportazione è stata calcolata nell'ipotesi che il costo del lavoro per unità di prodotto di quel settore eguagli quello del totale industria ed inoltre è stata depurata della quota di acquisti dall'estero di materie prime e servizi.**

Nel corso del 1976, il deprezzamento della lira e la ripresa economica — che ha tratto origine in particolare modo dal miglioramento della domanda di beni di consumo e dal progressivo normalizzarsi del livello delle scorte, oltreché dal soddisfacente andamento della domanda

mondiale — hanno facilitato l'assorbimento, in misura maggiore che in passato, del potenziale inflazionistico che gravava sull'economia. Nella media del 1976, a un aumento del 10,1 per cento del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria in senso stretto, hanno fatto riscontro incrementi rispettivamente del 16,9 e 22,9 per cento del deflatore del valore aggiunto industriale e dei prezzi all'ingrosso.

L'aumento dei prezzi manifestatosi nel 1976 ha interessato ogni stadio di transazione delle merci e i diversi settori della destinazione e della formazione del reddito. Tra la fine e l'inizio dell'anno, i saggi di crescita di gran parte degli indicatori di prezzo considerati (tav. F 9) sono risultati prossimi a quelli del

Tav. F 9

PRINCIPALI INDICI AGGREGATI DEI PREZZI

(variazioni percentuali)

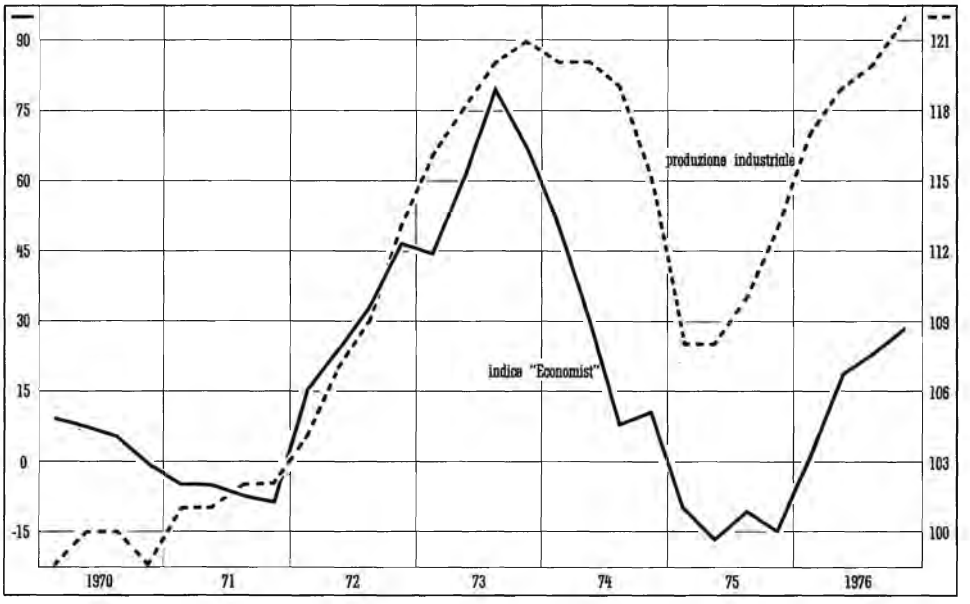
Voci	1974/1973	dic. 74/dic. 73	1975/1974	dic. 75/dic. 74	1976/1975	dic. 76/dic. 75
Prezzi all'ingrosso:						
Indice generale	40,7	33,7	8,6	4,9	22,9	31,5
Prodotti manufatti	34,4	33,2	11,2	6,2	21,6	31,5
Investimenti in impianti, macch. e attrezzature	40,6	33,1	4,4	–0,2	20,2	26,6
Costo di costruzione di un fabbricato residenziale	28,1	31,4	18,0	9,3	19,5	27,5
Prezzi al consumo (indice generale)	19,1	24,5	17,0	11,2	16,8	22,0
Deflatori impliciti:						
Importazioni	57,2	–	6,3	–	24,7	–
Esportazioni	36,7	–	11,2	–	19,0	–
Prodotto lordo interno ai prezzi di mercato	17,7	–	17,3	–	17,8	–
Consumi finali delle famiglie	20,7	–	17,6	–	17,5	–
Investimenti fissi lordi	28,5	–	19,6	–	18,6	–

Elaborazione su dati Istat e Relazione generale sulla situazione economica del paese.

1974, l'anno di maggiore inflazione del dopoguerra. Gli indici dei prezzi all'ingrosso e al consumo sono, infatti, aumentati in corso d'anno rispettivamente del 31,5 e 22,0 per cento, contro il 33,7 e 24,5 per cento di due anni fa. I costi di costruzione dei fabbricati sono cresciuti del 27,5 per cento e i prezzi degli investimenti in impianti, macchine e attrezzature del 26,6 per cento, rispetto a un incremento del 31,4 dei primi e al 33,1 dei secondi nel corso del 1974. Quanto ad alcuni deflatori impliciti di contabilità nazionale — per i quali mancano, come è noto, dati ufficiali in corso d'anno — la dinamica è stata piú contenuta rispetto a quella media del 1974. I prezzi impliciti degli aggregati concernenti le importazioni e le esportazioni di merci e servizi e degli investimenti fissi lordi, nella media del 1976, sono saliti rispettivamente del 24,7, 19,0 e 18,6 per cento rispetto al 57,2, 36,7 e 28,5 per cento nella media del 1974.

Se, come accennato, il riaccendersi dell'inflazione nel 1976 è da collegare con l'azione delle imprese volta a riequilibrare i bilanci aziendali scossi dagli aumenti dei costi, l'ascesa dei prezzi è risultata in parte accentuata dall'operare di altri rilevanti fattori. Da un lato, l'applicazione delle misure di politica economica decise nel corso dell'anno dalle autorità competenti che hanno interessato, oltre che l'imposizione indiretta, una larga fascia di tariffe di servizi pubblici e di prodotti a prezzo amministrato. Dall'altro, il riacuirsi delle tensioni sui mercati internazionali delle materie prime e dei semilavorati sempre piú sensibili all'andamento congiunturale dell'attività produttiva dei maggiori paesi industrializzati (fig. F 6), tensioni che sono risultate amplificate per la nostra economia a causa del forte deprezzamento subíto dalla lira a piú riprese durante l'anno.

Fig. F 6



Andamento dei prezzi delle materie prime e della produzione industriale totale dei paesi OCSE
(indici, 1970 = 100)

Fonte: OCSE, *Main Economic Indicators; The Economist*

Nota: **Per l'indice " Economist": variazioni percentuali di ogni trimestre sul corrispondente dell'anno precedente dell'indice in dollari con base 1970 = 100; per la produzione industriale: livelli dell'indice depurato dalle variazioni stagionali.**

Appare sempre piú evidente che un deprezzamento della nostra moneta dopo essersi risolto in un aumento pressoché meccanico dei prezzi all'importazione si ripercuote sulla struttura dei costi e dei prezzi interni, generando infine, quando i margini di competitività risultano erosi, nuove tensioni sul tasso di cambio.

Questa sequenza di eventi mette in risalto, da un lato, gli effetti perversi di medio periodo (spirale inflazione-svalutazione) di variazioni del tasso di cambio e, dall'altro, in un contesto di competitività internazionale, la stretta dipendenza della nostra politica dei prezzi da quella dei concorrenti.

L'ampliamento dei margini di profitto che il deprezzamento del tasso di cambio permette, attraverso un piú rapido e rilevante trasferimento dei maggiori costi sui prezzi, si presenta quindi solo temporaneamente. In questi ultimi tre anni, infatti, i margini di profitto, sia sui prodotti diretti al mercato interno sia su quelli esportati, hanno mostrato un ampliamento solo in corrispondenza di un deprezzamento della lira, tornando poi a decrescere a mano a mano che i vantaggi di competitività andavano riducendosi (fig. F 5). Se si esclude il 1976, anno in cui, come si è detto, l'aumento della domanda interna ha reso possibile l'assorbimento di buona parte del potenziale inflazionistico esistente, l'effetto positivo delle ripetute flessioni della lira sui margini di profitto sembra aver riguardato in particolar modo il settore esportatore. In esso, infatti, l'aumento dei prezzi in lire ha potuto seguire un ritmo piú accelerato di quello dei prezzi interni, oltre che per la svalutazione, anche per una buona tenuta della domanda mondiale lungo tutto il periodo considerato.

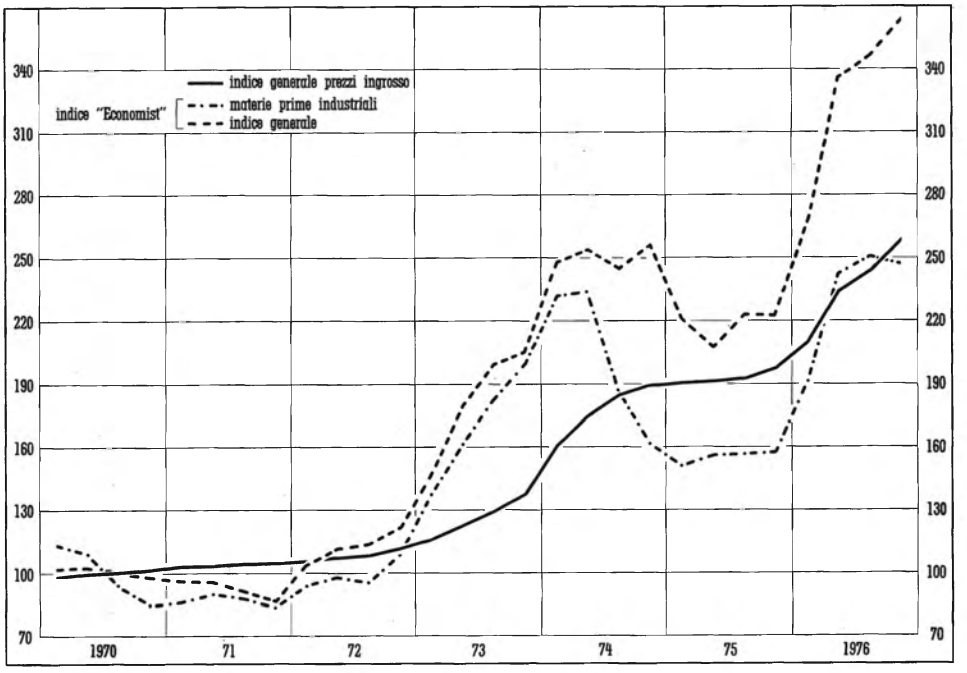
Da una indagine condotta di recente sulle determinanti dei principali deflatori di contabilità nazionale risulta che i prezzi all'esportazione in lire di merci e servizi si muovono principalmente in funzione dell'andamento della lira sul mercato dei cambi e dei prezzi all'esportazione in valuta dei nostri concorrenti. Un deprezzamento di un punto percentuale della lira nei confronti del dollaro e un aumento di ugual misura dei prezzi all'esportazione dei nostri concorrenti sembrano indurre una variazione dei prezzi all'esportazione, rispettivamente, di circa mezzo punto e poco piú di un quarto di punto; dopo due trimestri il rispettivo effetto quasi raddoppia. Sulla dinamica dei prezzi all'esportazione l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto e dei prezzi delle materie prime sui mercati di origine sembrano svolgere un ruolo minore anche se non trascurabile.

I prezzi impliciti del valore aggiunto dell'industria in senso stretto e dei beni di consumo non durevoli sono in gran parte spiegati dalle stesse variabili. L'effetto sui prezzi interni esercitato da un aumento di queste ultime perdura, però, per un periodo piú lungo di quello individuato per i prezzi all'esportazione.

L'effetto inflazionistico di un deprezzamento del tasso di cambio è confermato anche dai risultati di un esperimento di simulazione dinamica effettuato su un modello della bilancia « merci e servizi » e del settore prezzi-salari dell'economia italiana. In particolare, i prezzi e i costi del lavoro appaiono subire un incremento che nel corso di un triennio è prossimo al tasso di svalutazione; inoltre, l'effetto positivo di una svalutazione sui margini di profitto risulta limitato in gran parte al primo anno interessando maggiormente il settore esportatore.

I prezzi all'ingrosso. — Nel corso del 1976, l'indice generale dei prezzi all'ingrosso è aumentato del 31,5 per cento (22,9 nella media). Il rialzo è stato molto elevato soprattutto nella prima parte dell'anno, con una punta del 5,2 per cento in aprile; il brusco deprezzamento della lira ha allentato i vincoli sui prezzi interni derivanti dalla competitività internazionale e ha reso allo stesso tempo piú oneroso l'approvvigionamento di materie prime e semilavorati all'estero in una fase crescente dei prezzi internazionali (fig. F 7; tav. aF 8). I maggiori

Fig. F 7



Corsi delle materie prime e andamento dei prezzi ingrosso in Italia

(indici, 1970 = 100)

Fonte: Istat; *The Economist*

Nota: **L'indice "Economist" espresso in dollari è stato corretto per le variazioni del tasso di cambio della lira rispetto al dollaro.**

spunti si sono, infatti, verificati nel comparto delle materie industriali che provengono in gran parte da importazioni. Nei primi sei mesi dell'anno, le loro quotazioni sono aumentate nel complesso del 36,8 per cento (73,6 in ragione annua; tav. F 10; fig. F 8).

La stabilità del tasso di cambio, il rallentamento della produzione nell'estate, l'operare di fattori stagionali di contenimento delle quotazioni delle derrate alimentari, nonché il progressivo esaurimento degli effetti della precedente svalutazione della lira sui prezzi dei prodotti di base

e intermedi importati sono gli elementi che hanno concorso al rallentamento del ritmo di crescita dei prezzi all'ingrosso nel corso dei mesi estivi.

Tav. F 10

PREZZI ALL'INGROSSO

(variazioni percentuali degli indici, fino al 1976: 1970 = 100 - dal 1977: 1976 = 100)

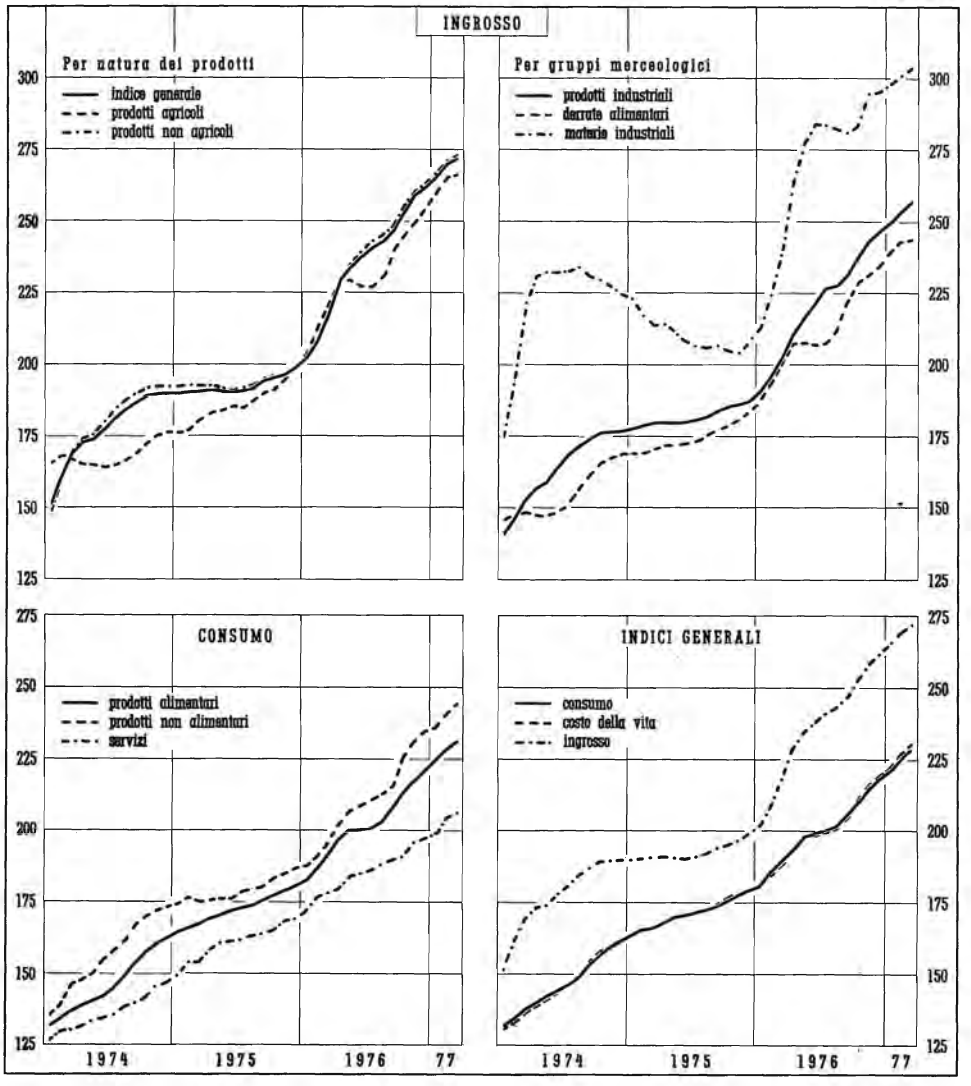
Indici	1975/1974	1976/1975	dic. 75/dic. 74	dic. 76/dic. 75	giu. 76/dic. 75	dic. 76/giu. 76	mar. 77/dic. 76
					(in ragione annua)		
ISTAT							
Indice generale	8,6	22,9	4,9	31,5	39,2	19,9	15,6
Per natura dei prodotti:							
agricoli	10,8	23,9	13,0	27,8	28,4	23,8	18,4
non agricoli	8,2	22,8	3,6	32,1	41,0	19,3	15,6
Per gruppi merceologici (1):							
Derrate alimentari	13,0	21,2	9,0	27,7	24,9	27,1	16,1
prodotti: agricoli alimentari	8,7	21,9	8,4	27,9	30,1	22,4	23,6
zootecnici alimentari	23,1	23,3	22,5	20,9	16,3	23,6	9,1
industrie alimentari e affini	11,8	19,9	4,0	30,7	25,3	32,0	14,2
Materie e prodotti industriali	7,2	23,5	3,6	32,7	44,0	17,6	15,6
materie industriali	–5,4	27,8	–7,3	41,9	73,6	7,4	12,2
prodotti industriali	11,2	21,6	6,2	31,5	36,4	22,5	17,3
Per destinazione economica:							
Beni: di consumo	9,8	23,8	6,9	33,4	34,8	27,3	17,2
di investimento	7,6	19,8	2,1	27,9	42,2	11,2	19,3
Materie ausiliarie	6,0	24,7	2,7	30,8	48,8	10,2	14,3
CAMERA DI COMMERCIO DI MILANO							
Indice generale	7,4	25,0	2,3	34,9	43,0	22,0	11,0
Prodotti alimentari	15,0	26,6	9,5	31,7	30,3	28,8	13,0
Materie industriali	4,3	24,3	–0,5	36,2	49,3	18,5	10,2

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

A partire da settembre, si registravano nuove tensioni inflattive, anche se piú moderate di quelle della prima parte dell'anno, come risultato congiunto del nuovo indebolimento della lira sul mercato dei cambi e di una sensibile impennata dei prezzi delle derrate alimentari (4,2 per cento in settembre). Le quotazioni di queste ultime, che avevano già subíto gli effetti delle due svalutazioni della lira verde (in marzo e aprile, rispettivamente del 5,6 e 6,4 per cento), hanno poi risentito degli eccezionali rincari sui mercati mondiali di alcuni prodotti coloniali (caffè e cacao) e delle avversità climatiche che hanno

negativamente inciso sul raccolto dei principali cereali e di alcune coltivazioni orticole. Il rialzo delle derrate agricole e zootecniche si è immediatamente riflesso sui prezzi delle industrie alimentari trasformatrici che nella seconda parte dell'anno hanno fatto registrare un incremento in ragione annua del 32,0 per cento (tav. F 10).

Fig. F 8



Prezzi all'ingrosso, al consumo e costo della vita
(indici, 1970=100)

Elaborazione su dati Istat

Nel primo trimestre del 1977, una certa attenuazione degli aumenti delle materie prime industriali sui mercati internazionali e soprattutto la stabilità del cambio hanno impresso un rallentamento al tasso di

crescita dei prezzi all'ingrosso che è risultato pari al 3,9 per cento (15,6 in ragione annua).

Sui principali mercati internazionali, i prezzi delle materie prime hanno manifestato nel corso del 1976 nuove preoccupanti tensioni. Queste sono andate affievolendosi solo nell'ultima parte dell'anno sia per l'esaurimento del ciclo di ricostituzione delle scorte, dopo il forte decumulo del 1975, sia per il venir meno di alcuni spunti speculativi in particolar modo sul mercato dei metalli e delle materie per l'industria.

L'evoluzione appena descritta emerge chiaramente da tutti gli indicatori sintetici, espressi in dollari, presi in considerazione (tavv. aF 7 e aF 8). Gli indici del *National Institute Economic Review* e del settimanale *The Economist* presentano in corso d'anno incrementi rispettivamente del 25,1 e 34,2 per cento. L'indice calcolato dalla Confederazione generale dell'industria italiana, la cui composizione merceologica meglio delle altre si avvicina alla struttura delle nostre importazioni di prodotti di base e intermedi, esprime per il 1976 un aumento del 6,8 per cento che si è concentrato principalmente nel primo semestre (14,0 per cento in ragione annua). Questo aumento è molto piú contenuto di quello osservato in base agli altri indicatori in quanto a differenza di quelli dell'Economist e del NIESR, l'indice della Confindustria comprende con una ponderazione molto elevata (42,3 per cento) i combustibili liquidi che nel corso dell'anno non hanno subíto sui mercati internazionali aumenti di rilievo (0,9 per cento).

Tav. F 11

PREZZI DEI PRODOTTI E DELLE MATERIE INDUSTRIALI

(variazioni percentuali degli indici, 1970=100)

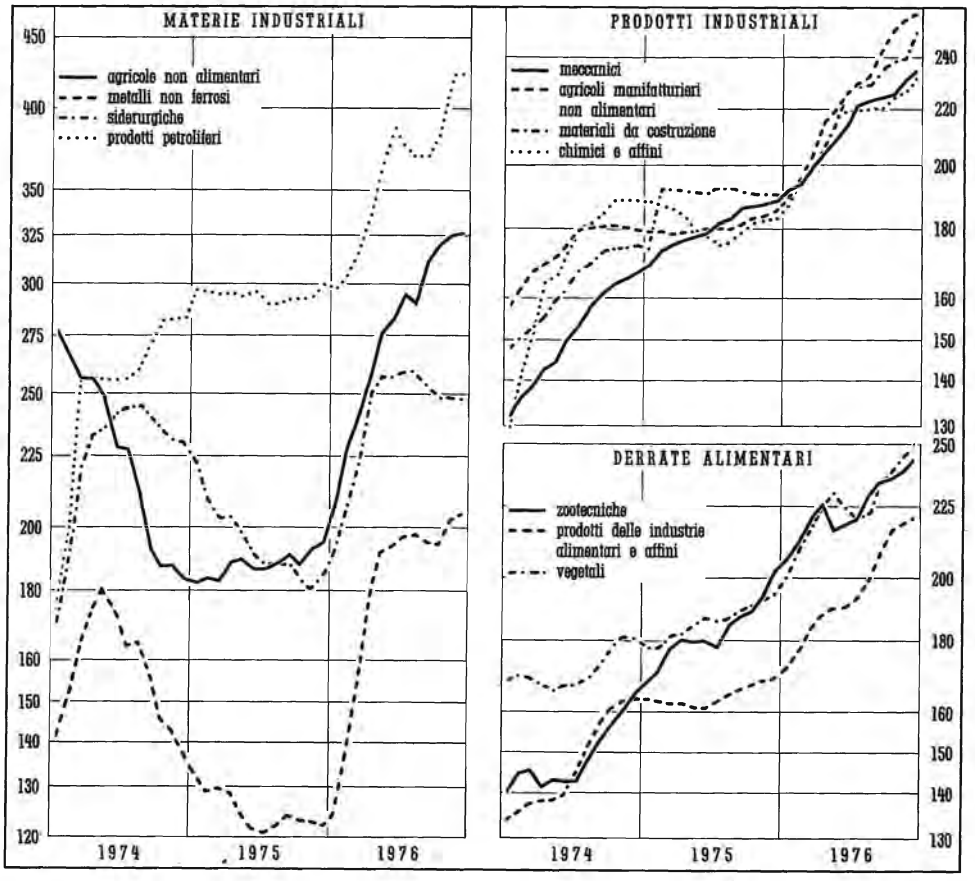
Indici	1975 / 1974	1976 / 1975	dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75	giu. 76 / dic. 75	dic. 76 / giu. 76
					(in ragione annua)	
Prodotti industriali	11,2	21,6	6,2	31,5	36,4	22,5
di cui:						
macchine e apparecchiature elettriche	*10,2*	*17,1*	*7,4*	*24,1*	*30,2*	*15,7*
macchine e attrezzature non elettriche	*19,6*	*15,3*	*11,7*	*19,7*	*25,1*	*12,8*
mezzi di trasporto	*25,4*	*26,0*	*18,4*	*35,5*	*28,2*	*32,2*
pelli conciate	*7,3*	*56,4*	*13,4*	*71,8*	*89,0*	*37,7*
vestiario	*12,6*	*12,8*	*7,5*	*22,3*	*11,2*	*31,5*
calzature	*14,3*	*36,8*	*14,0*	*51,1*	*59,4*	*33,0*
mobilio	*7,0*	*16,8*	*6,6*	*29,0*	*20,7*	*33,9*
benzina	*9,9*	*35,5*	*4,1*	*60,0*	*57,4*	*48,6*
materiali da costruzione	*16,4*	*16,3*	*9,4*	*30,6*	*37,6*	*19,9*
chimici	*7,4*	*17,3*	*–2,7*	*25,9*	*38,2*	*11,5*
Materie industriali	–5,4	27,8	–7,3	41,9	73,6	7,4
di cui:						
prodotti siderurgici	*–13,8*	*23,7*	*–19,3*	*33,5*	*76,4*	*–6,9*
metalli non ferrosi	*–20,8*	*45,1*	*–10,7*	*66,8*	*117,3*	*10,3*
prodotti petroliferi	*16,9*	*23,6*	*6,4*	*41,4*	*59,7*	*17,8*
prodotti agricoli e zootecnici non alimentari	*–16,6*	*48,4*	*6,4*	*66,9*	*89,4*	*30,7*
pelli grezze	*–9,1*	*71,2*	*12,5*	*66,0*	*138,2*	*–3,7*
prodotti chimici di base	*–14,9*	*22,2*	*–12,5*	*31,7*	*53,6*	*7,8*

Elaborazione degli indici Istat.

Dall'analisi dell'andamento degli indici di categoria emerge una dinamica notevolmente diversificata nei vari settori. Nel complesso i prodotti alimentari si sono mantenuti sui livelli piú elevati e hanno mostrato i maggiori rincari, soprattutto a causa dei massimi storici raggiunti dai corsi del caffè (119,9 per cento in corso d'anno) e del cacao (110,0) che hanno piú che compensato le flessioni verificatesi nelle quotazioni dello zucchero e nel settore dei cereali a causa di una eccedenza dell'offerta. Le materie industriali, come accennato, hanno avuto un andamento congiunturale sostanzialmente diverso nella prima e seconda parte dell'anno. A un aumento del 48,6 e 39,4 per cento rispettivamente delle quotazioni dei metalli e delle materie varie per l'industria nel corso del primo semestre, ha fatto riscontro una diminuzione rispettivamente di 11,8 e 3,6 punti percentuali nella seconda metà dell'anno (tav. aF 7).

Dopo la sensibile flessione avvenuta nel corso del 1975 (— 7,3 per cento), i maggiori rialzi dei prezzi all'ingrosso, nell'arco del 1976, si sono registrati nel comparto delle materie industriali (41,9 per cento; tav. F 11 e figg. F 8 e F 9). La loro evoluzione ha rispecchiato,

Fig. F 9



Prezzi all'ingrosso per gruppi merceologici
(indici, 1970 = 100; scala semilogaritmica)

Fonte: Elaborazione su dati Istat

con alcuni sfasamenti temporali, quella degli stessi prodotti sui mercati internazionali corretta per tener conto dell'andamento della lira sui mercati dei cambi (fig. F 7). I piú forti rincari si sono, infatti, avuti per i prodotti agricoli e zootecnici non alimentari (66,9 per cento) e per i metalli non ferrosi (66,8 per cento); i primi hanno risentito della forte ascesa sui mercati internazionali delle quotazioni del cotone, della lana e della gomma, e i secondi di quella generalizzata dei metalli. I sensibili aumenti dei prezzi dei prodotti petroliferi (41,4 per cento) riflettono d'altra parte i numerosi ritocchi apportati dal CIP durante l'anno alle quotazioni dell'olio combustibile e del gasolio.

Come già detto in precedenza, il buon andamento sia della domanda interna sia di quella estera e i guadagni di competitività conseguenti al deprezzamento della lira hanno favorito, specialmente nella prima parte dell'anno, una intensa traslazione sui prezzi finali dei maggiori costi delle materie industriali e della forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera. I prezzi dei prodotti industriali (tav. F 11 e fig. F 9) hanno fatto registrare un incremento in corso d'anno del 31,5 per cento, derivato da aumenti in ragione annua del 36,4 e 22,5 per cento, rispettivamente nel primo e secondo semestre. All'interno dell'aggregato, i sensibili rincari dei mezzi di trasporto (35,5 per cento) sono stati resi possibili anche dai ritocchi che i nostri principali concorrenti hanno apportato ai loro listini.

Con riguardo alla destinazione economica dei prodotti, il piú forte incremento nel corso del 1976 è stato segnato, come per l'anno precedente, dai beni di consumo (33,4 per cento). In misura appena di poco inferiore sono rincarate le materie ausiliarie (30,8 per cento) e i beni di investimento (27,9 per cento).

I prezzi al consumo. — L'indice generale dei prezzi al consumo ha segnato un aumento del 16,8 nella media del 1976 e del 22,0 per cento in corso d'anno (tav. F 12 e fig. F 8). Ciò ha posto l'Italia al vertice dell'inflazione nei principali paesi industrializzati (tav. aF 10).

Congiunturalmente, i prezzi al consumo hanno avuto un andamento non dissimile da quello dei prezzi all'ingrosso nonostante la sostanziale diversità della composizione merceologica dei due panieri. Alle due punte inflattive rispettivamente dei mesi primaverili e autunnali è, infatti, corrisposta una discreta attenuazione del fenomeno durante i mesi estivi (tav. aF 9).

L'accelerazione dei prezzi all'ingrosso è dunque da considerarsi come una delle principali cause del rincaro dei prezzi al minuto. Nel corso dell'anno, tuttavia, hanno concorso alla forte ascesa di questi ultimi tanto la politica di revisione delle tariffe pubbliche, quanto l'inasprimento dell'imposizione indiretta e i numerosi ritocchi apportati dal CIP ai prezzi di una larga fascia di prodotti regolamentati.

Tav. F 12

PREZZI AL CONSUMO E COSTO DELLA VITA

(variazioni percentuali degli indici, fino al 1976: 1970=100; dal 1977: 1976=100)

Indici	1975 / 1974	1976 / 1975	dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75	giu. 76 / dic. 75	dic. 76 / giu. 76	mar. 77 / dic. 76
					(in ragione annua)		
PREZZI AL CONSUMO							
Indice generale	17,0	16,8	11,2	22,0	21,7	20,1	18,1
Prodotti alimentari	18,0	17,1	11,6	22,5	21,5	21,2	19,7
Prodotti non alimentari e servizi	16.2	16,5	11,0	21,5	21,8	19,2	18,1
vestiario e calzature	16,0	16,0	11,3	21,8	16,3	25,3	22,4
igiene e salute (1)	12,9	10,9	9,4	13,0	13,9	11,3	5,4
beni durevoli e non durevoli (2)	17,7	15,0	10,0	21,0	20,7	19,3	20,4
elettricità, gas e combustibili	6,4	12,8	–7,1	31,3	22,2	36,4	33,4
di cui: combustibili per riscaldam.	*10,8*	*21,6*	*5,1*	*40,7*	*34,6*	*39,9*	*41,4*
abitazione	14,0	12,0	11,2	14,2	16,0	11,5	5,8
trasporti e comunicazioni	19,5	26,9	14,9	34,4	38,5	25,4	19,6
di cui: benzina	*11,6*	*35,1*	*4,9*	*59,0*	*54,5*	*49,8*	–
beni e serv. a caratt. ricr. e culturale	19,3	12,7	14,6	11,9	11,1	12,1	17,0
altri beni e servizi	16,4	15,5	13,0	18,7	24,8	11,2	23,0
Prodotti non alimentari	14,6	17,4	7,9	25,5	23,8	24,2	17,6
Servizi	18,0	15,3	15,2	16,7	19,2	13,0	18,6
COSTO DELLA VITA							
Indice generale	17,2	16,5	11,1	21,8	20,6	20,8	21,0
Alimentazione	18,4	16,6	11,5	21,4	21,1	19,7	19,7
Abbigliamento	15,3	16,3	10,9	22,5	17,7	25,1	24,8
Elettricità e combustibili	5,1	12,9	–7,3	30,9	21,4	36,6	35,2
Abitazione	13,0	10,4	10,5	12,5	13,3	11,0	4,3
Spese varie	18,2	17,9	13,0	22,8	22,1	21,2	22,0

Fonte: Istat.

(1) A seguito della nuova classificazione Istat, la variazione mar. 77/dic. 76 si riferisce alla sola voce "Servizi sanitari e spese per la salute". – (2) Di uso domestico e servizi connessi con l'abitazione.

Nel corso del 1976 è continuato, piú intenso, il processo di revisione delle tariffe pubbliche, iniziato a partire dalla prima metà del 1975. Le prime modifiche hanno interessato le tariffe telefoniche e hanno comportato l'aumento del prezzo dello scatto e del canone trimestrale, oltre che l'abolizione del minimo garantito di 200 scatti e l'istituzione di nuove fasce sociali. In ottobre nell'ambito del programma di stabilizzazione economica sono state apportate nuove modifiche tariffarie e disposti inasprimenti dell'imposizione indiretta e aumenti dei prezzi amministrati di alcuni prodotti petroliferi.

La revisione delle tariffe ha comportato un aumento del prezzo di vendita dei tabacchi, l'adeguamento delle tariffe postali, telegrafiche e telefoniche, una maggiorazione media del 10 per cento delle tariffe ferroviarie e un rincaro generale, a eccezione della « fascia sociale domestica » che è rimasta invariata, delle tariffe elettriche (18 per cento) e del sovrapprezzo termico. Considerando altre voci minori, le tariffe pubbliche nel corso del 1976 hanno subíto in complesso un aumento del 13,7 per cento, che sale al 17,2 qualora dal computo si escluda il canone dell'abbonamento telefonico che, secondo i criteri di rilevazione dell'Istat, figura nel paniere dei prezzi al consumo con una diminuzione del 12 per cento (tav. aF 11).

Per quanto concerne l'inasprimento dell'imposizione indiretta sono stati disposti aumenti delle aliquote delle imposte di fabbricazione su prodotti petroliferi, dell'IVA e delle imposte sugli affari. I rincari subiti, a ottobre e a piú riprese nel corso dell'anno, dai prodotti petroliferi hanno prodotto un innalzamento del 40,7 per cento in corso d'anno della voce combustibili per riscaldamento, che si riduce al 31,3 per cento qualora si includano gas ed elettricità (tav. F 12).

Tra gli indici di categoria, la maggior dinamica si è riscontrata per i prodotti non alimentari (25,5 per cento in corso d'anno), con punte mensili del 3,6 e del 4,8 per cento rispettivamente in aprile e ottobre, dovute all'effetto meccanico dei provvedimenti in materia tributaria di cui si è detto.

Nonostante i forti rincari delle tariffe pubbliche, presenti esclusivamente nel paniere dei prezzi al consumo, questi ultimi hanno mostrato nel complesso una dinamica meno accentuata di quella dei prezzi all'ingrosso. Ciò sembra implicare un processo di successive spinte sui prezzi finali al dettaglio in un prossimo futuro. Il divario tra evoluzione dei prezzi all'ingrosso e al consumo permane anche se il confronto viene effettuato, piú correttamente, considerando nei due panieri solo quei prodotti le cui quotazioni non sono soggette al controllo dell'autorità pubblica. Da questo confronto risulta che lo scarto tra gli incrementi, sia nel totale sia settorialmente, è stato lungo tutto l'arco dell'anno a favore dei prezzi all'ingrosso (tav. F 13).

Settorialmente, il divario tra l'evoluzione in corso d'anno dei prezzi all'ingrosso e di quelli al consumo è risultato massimo per i beni non durevoli (rispettivamente 34,3 e 21,5 per cento) e quasi nullo per i beni durevoli (26,0 contro 25,9 per cento) dove per molti beni il prezzo al minuto viene imposto dal produttore.

L'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (già « costo della vita ») ha presentato nel corso del 1976 un incremento di poco inferiore a quello dei prezzi al consumo (21,8 per cento; tav. F 12 e fig. F 8). Quanto ai singoli capitoli, i maggiori aumenti si sono verifi-

Tav. F 13

PREZZI DEI BENI DI CONSUMO

(variazioni percentuali degli indici, 1970=100)

Indici	All'ingrosso				Al consumo			
	dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75	giu. 76 / dic. 75	dic. 76 / giu. 76	dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75	giu. 76 / dic. 75	dic. 76 / giu. 76
Prodotti alimentari	11,7	28,2	13,0	13,4	11,4	23,0	11,1	10,7
di cui: trasformati industrialmente	5,2	34,4	14,3	17,6	8,4	26,1	10,7	13,9
agricoli e zootecnici	14,8	25,5	12,4	11,6	12,7	21,6	11,2	9,3
Beni non durevoli	5,5	34,3	19,4	12,5	11,6	21,5	8,3	12,2
Beni durevoli	8,5	26,0	12,0	12,5	8,5	25,9	16,8	7,8
Totale beni di consumo	9,8	29,4	14,4	13,1	11,0	23,0	11,2	10,6

Elaborazione degli indici Istat. Nei beni di consumo non figurano quei prodotti il cui prezzo, nella pratica, è fissato o regolato dall'autorità pubblica. L'aggregazione delle singole voci è stata effettuata, nelle due fasi di transazione dell'ingrosso e del dettaglio, usando i medesimi pesi, e cioè quelli risultanti dagli indici dei prezzi al consumo.

cati per l'elettricità e combustibili (30,9 per cento) a seguito dei citati aumenti delle tariffe elettriche e dei prezzi dei prodotti petroliferi, per le spese varie (22,8 per cento) e per l'abbigliamento (22,5 per cento).

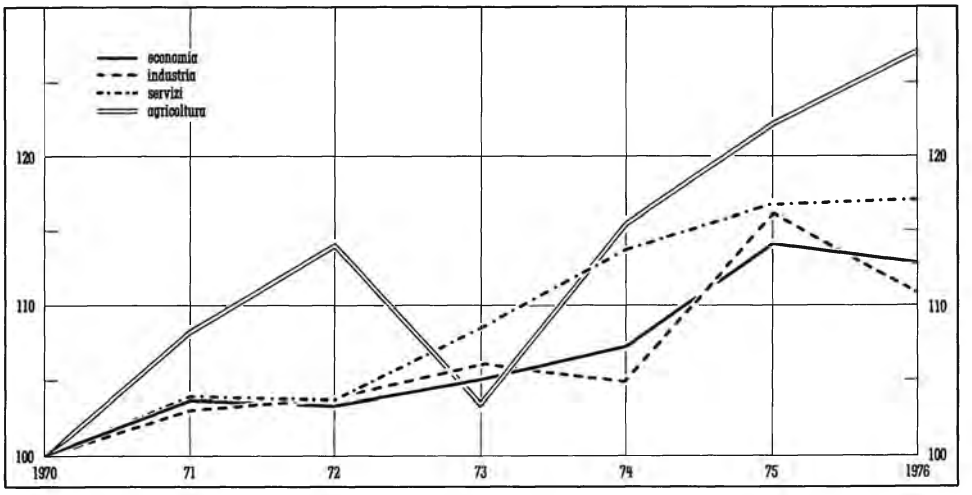
Nel primo trimestre del 1977, pur con qualche segno di affievolimento, i prezzi al consumo e l'indice del costo della vita hanno continuato a salire a tassi elevati, che in ragione annua si commisurano rispettivamente al 18,1 e al 21,0 per cento.

La distribuzione del reddito.

Il reddito nazionale netto al costo dei fattori è cresciuto nel 1976 del 23,1 per cento, riflettendo un aumento dei redditi da lavoro dipendente (22,6 per cento) di poco superiore a quello del 1975 e inferiore all'aumento dei redditi da capitale-impresa e da lavoro autonomo, che hanno presentato un incremento notevolmente piú elevato rispetto a quello dell'anno precedente (24,1 per cento contro il 2,5 del 1975). La quota dei redditi da lavoro dipendente sul reddito nazionale, che dal 1970 al 1975 era salita dal 60,3 al 70,4 per cento, è quindi lievemente diminuita passando al 70,2 per cento.

Il miglioramento della distribuzione a favore dei redditi da capitale-impresa e da lavoro autonomo è risultato particolarmente sensi-

Fig. F 10



Quota del reddito da lavoro dipendente sul valore aggiunto corretta per le variazioni dell'occupazione dipendente su quella totale

(indici, 1970=100)

Elaborazione su dati Istat

Nota: Il settore Servizi include oltre ai servizi destinabili alla vendita, al netto della locazione delle abitazioni, gli altri servizi non destinabili alla vendita; nei settori Industria, Servizi e Agricoltura sono inclusi i servizi bancari imputati che sono esclusi dal valore aggiunto dell'Economia.

bile nell'industria (fig. F 10) dove la crescita del valore aggiunto ai prezzi di mercato, pari al 28,4 per cento, è stata di oltre 6 punti superiore a quella dei redditi da lavoro dipendente (comprensivi anche

Tav. F 14

INDICI DI DISUGUAGLIANZA DEI REDDITI INDIVIDUALI (1)

Voci	1974	1975
Disuguaglianza totale tra percettori di reddito	0,399	0,341
di cui: *tra le categorie economico-professionali* (2)	*0,103*	*0,111*
all'interno delle categorie economico-professionali (2)	*0,296*	*0,230*
Disuguaglianza totale tra individui in condizione professionale	0,300	0,262
di cui: *tra i settori di attività* (3)	*0,012*	*0,012*
all'interno dei settori di attività (3)	*0,288*	*0,250*

Fonte: Banca d'Italia.

(1) Elaborazioni su dati campionari tratti dalle indagini sul reddito e il risparmio delle famiglie italiane. Per la metodologia adottata si rinvia all'appendice della presente Relazione. – (2) Le categorie considerate sono: Imprenditori e Professionisti, Dirigenti, Impiegati, Dipendenti agricoli, Dipendenti extra-agricoli, Lavoratori in proprio agricoli, Lavoratori in proprio extra-agricoli, Altri percettori in condizione non professionale. – (3) I settori considerati sono: Agricoltura, Industria e Artigianato, Amministrazione pubblica, Altre attività.

degli oneri sociali). Un forte spostamento a favore di questi ultimi si è invece avuto nell'agricoltura, mentre nel settore dei servizi le quote distributive non hanno mostrato apprezzabili variazioni.

La disuguaglianza nella distribuzione del reddito all'interno delle famiglie, alla luce dei risultati dell'ultima indagine (tav. aF 12) condotta dalla Banca d'Italia con riferimento all'anno 1975 (Bollettino della Banca d'Italia, anno XXXII, n. 1), è lievemente diminuita; il rapporto di concentrazione del Gini, pari al 39 per cento, risulta, infatti, inferiore di due punti percentuali rispetto a quello dell'anno precedente.

Gli indici di disuguaglianza calcolati per il 1975 tra i redditi medi individuali delle categorie economico-professionali e dei settori di attività mostrano una riduzione della disuguaglianza rispetto al 1974 che compensa l'aumento osservato nel quinquennio 1970-74; sono rimaste sostanzialmente invariate, invece, nel 1975 le differenze nella distribuzione tra le categorie e i settori considerati (tav. F 14).

(G) LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel 1976 il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti è ammontato a 1.028 miliardi di lire; il deficit delle partite correnti, 2.340 miliardi, pari all' 1,7 per cento del prodotto interno lordo, è stato infatti compensato per 1.392 miliardi da afflussi netti di capitali (gli errori e omissioni sono risultati negativi per 80 miliardi). Il sistema bancario ha accresciuto il suo indebitamento netto con l'estero di 2.134 miliardi: ciò ha permesso, non solo il finanziamento del disavanzo globale, ma altresí un accrescimento delle riserve ufficiali (tavole G 1 e aG 1).

Tav. G 1

BILANCIA DEI PAGAMENTI ECONOMICA (1)

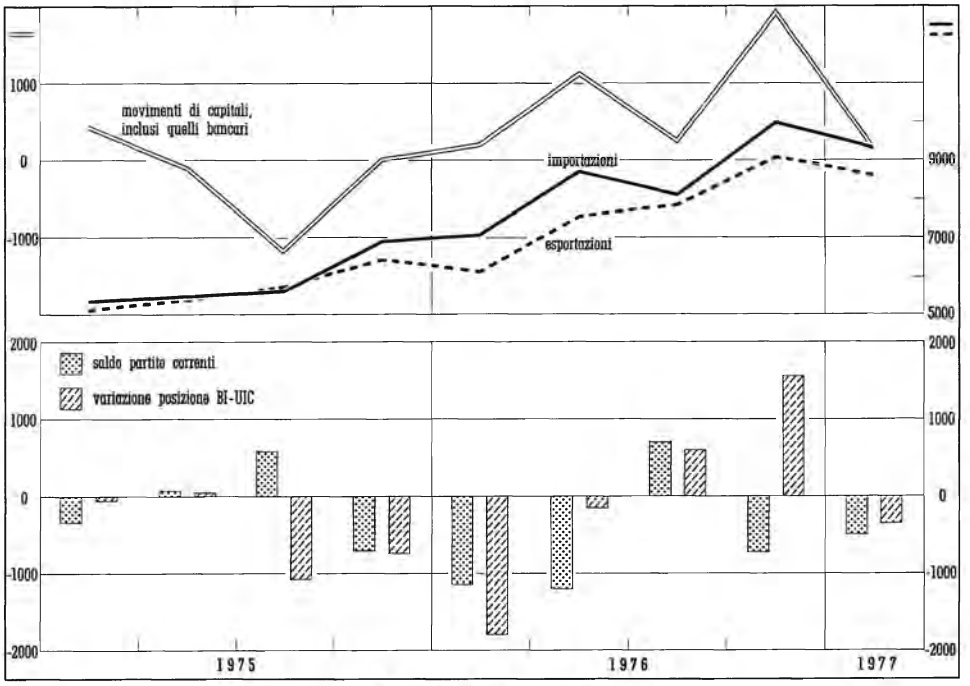
(miliardi di lire)

Voci	Crediti		Debiti		Saldo	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976
PARTITE CORRENTI	**30.833,2**	**40.881,9**	**31.210,2**	**43.221,5**	**−377,0**	**−2.339,6**
Merci *(fob)*	22.563,0	30.524,4	23.324,5	33.883,9	−761,5	−3.359,5
di cui: scambi di petrolio e derivati	*1.258,7*	*1.675,7*	*5.462,9*	*7.631,6*	*−4.204,2*	*−5.955,9*
Servizi	7.190,7	9.034,8	6.969,7	8.309,0	221,0	725,8
Trasferimenti unilaterali	1.079,5	1.322,7	916,0	1.028,6	163,5	294,1
MOVIMENTI DI CAPITALI	**13.182,3**	**17.436,1**	**13.709,5**	**16.043,9**	**−527,2**	**1.392,2**
Prestiti compensativi	–	–	644,8	281,9	−644,8	−281,9
Altri	13.182,3	17.436,1	13.064,7	15.762,0	117,6	1.674,1
ERRORI E OMISSIONI					**−437,5**	**−80,4**
TOTALE					**−1.341,7**	**−1.027,8**
TOTALE (esclusi prestiti compens.)					−696,9	−745,9
MOVIMENTI MONETARI (2)	**1.813,0**	**10.218,4**	**471,3**	**9.190,6**	**1.341,7**	**1.027,8**
Banca d'Italia-UIC	1.813,0	8.084,0	17,9	8.278,6	1.795,1	−194,6
Aziende di credito	–	2.134,4	356,3	–	−356,3	2.134,4
Aggiustamenti di cambio	–	–	97,1	912,0	−97,1	−912,0

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

La ripresa dell'attività produttiva, avviata nella seconda metà del 1975 dalla domanda estera e sostenuta da politiche poste in atto per spingere il sistema economico fuori dalla recessione, si scontrava ben presto con il vincolo dei conti con l'estero. Si determinava un processo di rapida ricostituzione delle scorte e, stimolata anche da aspettative di apprezzamento del dollaro, un'ampia sostituzione di finanziamenti in valuta con finanziamenti in lire, con conseguente riduzione dell'indebitamento estero delle banche e delle riserve ufficiali. Apparivano cosí, all'inizio del 1976, condizioni di bilancia dei pagamenti e di riserve tali non solo da stimolare l'aggiustamento del tasso di cambio alla piú rapida progressione dei costi prodottasi in precedenza in Italia rispetto ai paesi concorrenti, ma anche da rendere arduo, da parte delle autorità di governo, il contenimento del deprezzamento stesso entro limiti indicati dall'inflazione relativa.

Fig. G 1



Bilancia dei pagamenti

(miliardi di lire)

L'urgenza di intervenire per evitare un eccessivo deprezzamento del cambio ha imposto, durante l'anno, il ricorso a misure di natura valutaria e monetaria miranti, nel breve periodo, a contenere la domanda di valuta e altresí a creare le condizioni piú idonee a favorire afflussi netti di capitali, sia privati sia bancari (fig. G 1). Nella seconda metà

dell'anno prendeva forma il programma fiscale, descritto nelle pagine precedenti, volto a ristabilire, nel corso del 1977, l'equilibrio delle partite correnti.

L'esperienza del 1976 ha confermato la rapidità e l'ampiezza della risposta dei prezzi interni ai mutamenti del tasso di cambio, ma ha altresí posto in evidenza, piú che per il passato, un analogo comportamento di quelli all'esportazione espressi in lire. Questo aggiustamento dei prezzi all'esportazione ai precedenti aumenti dei costi ha inciso, nel breve periodo, positivamente sulla redditività delle vendite all'estero e ha attenuato gli effetti sfavorevoli del deprezzamento sulle ragioni di scambio; ma ha eroso i guadagni di competitività e, quindi, ha reso piú difficile il conseguimento di guadagni di quote di mercato. In questa situazione, il tasso di cambio perde di efficacia nel processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti e le sue variazioni tendono piuttosto a imprimere accelerazioni al tasso di inflazione.

Il controllo della domanda interna e, entro certi limiti, della sua composizione, è cruciale, data la domanda estera, per il raggiungimento del desiderato saldo di parte corrente. L'esperienza del 1975 e del 1976 (fig. G 3) conferma le relazioni che legano la domanda interna positivamente alle importazioni e negativamente alle esportazioni. L'eliminazione del disavanzo delle partite correnti e il successivo conseguimento di avanzi, necessari per migliorare la posizione debitoria del Paese, richiedono che l'Italia nel prevedibile futuro si sviluppi ad un tasso inferiore a quello dei paesi industriali con forte posizione di bilancia dei pagamenti. Ciò avvenne nel 1975, e fu pressoché raggiunto l'equilibrio corrente: non è avvenuto nel 1976 e il disavanzo corrente è riapparso; è previsto si verifichi nel 1977 (tav. G 2).

Il nostro disavanzo con l'area dell'OPEC è infatti destinato a perdurare ancora per molto, data la limitata capacità di spesa di alcuni di quei paesi. In queste condizioni, il riequilibrio corrente dipende dallo sviluppo delle esportazioni, legate alla domanda estera con elasticità sostanzialmente unitaria, e dal contenimento delle importazioni, la cui elasticità rispetto alla domanda interna, attualmente prossima a due, difficilmente potrà presentare, nel breve periodo, significative riduzioni strutturali.

Anche se è vero che il saldo delle partite correnti è determinato soprattutto dall'andamento della bilancia commerciale, non va trascurato il miglioramento registrato nel 1976 nel settore dei servizi e dei

trasferimenti (635 miliardi rispetto al 1975). Esso è dovuto, in primo luogo, al turismo, che ha visto accrescersi le entrate e contrarsi le uscite.

Tav. G 2

SVILUPPO DEL REDDITO E ANDAMENTO DELLE PARTITE CORRENTI

(reddito: variazioni percentuali in termini reali sull'anno precedente; partite correnti: valori in miliardi di dollari)

Paesi	1974		1975		1976	
	Reddito	Partite correnti	Reddito	Partite correnti	Reddito	Partite correnti
Italia	3,4	−8,0	−3,7	−0,5	5,6	−3,0
Altri paesi OCSE:						
a - con forte posizione di bilancia dei pagamenti	−1,0	7,1	−1,4	19,4	5,8	12,2
b - con debole posizione di bilancia dei pagamenti	2,6	−18,9	−0,9	−7,8	3,0	−14,6

Fonte: OCSE. Il gruppo di paesi sub *(a)* comprende: Belgio, Germania federale, Giappone, Paesi Bassi, Stati Uniti e Svizzera; quello sub *(b)*: Francia, Regno Unito, Spagna e Svezia.

I movimenti di capitali privati, pubblici e bancari, hanno registrato un afflusso netto di 3.526 miliardi (3.308 miliardi, se depurato sia dei rimborsi di prestiti compensativi sia degli afflussi connessi alla legge n. 159 e successive modifiche). Le determinanti di questi ampi movimenti di capitali vanno ricercate nelle numerose misure di politica monetaria e valutaria prese nel 1976. In particolare, l'obbligo imposto agli esportatori di finanziare in valuta parte dei crediti a breve concessi all'estero ha stimolato l'indebitamento bancario verso l'estero; in questa stessa direzione hanno agito, nell'ultimo trimestre, i massimali posti agli impieghi bancari in lire. Il deposito e il diritto speciale sugli acquisti di valuta e i ricordati massimali hanno accentuato la domanda degli importatori italiani di dilazioni di pagamento; infatti si stima che i crediti a breve termine di natura commerciale dell'estero, al netto di quelli concessi all'estero, siano ammontati nell'anno in esame a 1.444 miliardi. Gli afflussi netti di fondi sarebbero stati ben piú elevati se l'estero non avesse proceduto, soprattutto nella prima metà dell'anno, a effettuare ampi disinvestimenti e se non fossero proseguite, per ammontari poco meno elevati di quelli del 1975, uscite clandestine di capitali. Questi deflussi si sono peraltro concentrati nel primo semestre; successivamente sono diminuiti anche per l'operare della nuova legislazione sulle infrazioni valutarie (tav. G 11).

Gli scambi di merci.

Risultanze complessive. — I dati doganali del commercio con l'estero, rilevati dall'Istat, pongono in evidenza una notevole espansione di ambedue le correnti di scambio. Con riferimento al 1975, il tasso di incremento delle esportazioni è passato, infatti, dal 15 al 35 per cento, mentre le importazioni sono aumentate del 44 per cento, a fronte di una riduzione del 6 per cento registrata nell'anno precedente. Il disavanzo mercantile, pari a 5.402 miliardi di lire, è cosí piú che raddoppiato; questo deterioramento è imputabile per circa due terzi allo sfavorevole andamento delle ragioni di scambio (tav. G 3).

Tav. G 3

COMMERCIO ESTERO (1)

(miliardi di lire)

Voci	1975	1976	Variazioni del 1976 rispetto al 1975		
			Totale	dovute a	
				quantità	ragioni di scambio
Esportazioni	22.866	30.904	*8.038*	*2.790*	*5.248*
Importazioni	25.199	36.306	*11.107*	*3.830*	*7.277*
Saldo	**−2.333**	**−5.402**	**−3.069**	**−1.040**	**−2.029**

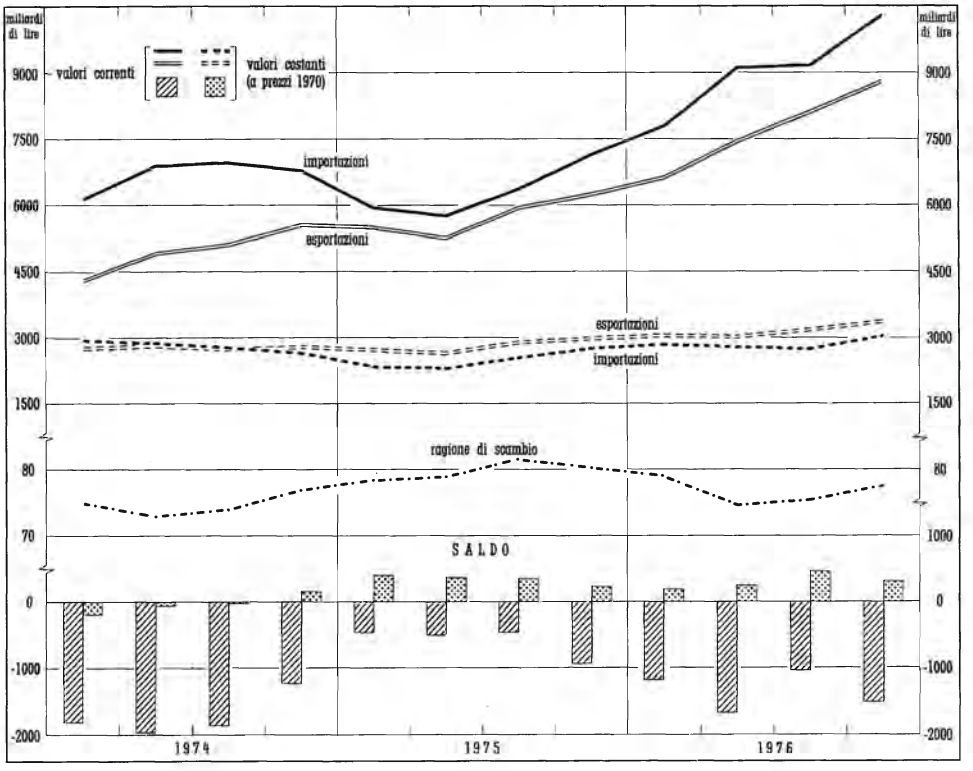
Fonte: Elaborazione su dati Istat.

(1) L'effetto "quantità" è stato calcolato applicando ai valori correnti del 1975 le variazioni di volume registrate tra i due anni in esame. L'effetto "ragioni di scambio" è stato ottenuto per differenza, quindi comprende anche il risultato del prodotto tra la variazione delle quantità e quella dei prezzi.

Rispetto al 1975, le quantità esportate sono aumentate del 12 per cento e i corrispondenti valori unitari di oltre il 20 per cento; dal lato delle importazioni questi incrementi sono stati rispettivamente del 15 e del 25 per cento.

L'esame dell'andamento in corso d'anno, basato sui dati depurati della componente stagionale, mostra che il progressivo aggravamento del disavanzo manifestatosi nel primo semestre rispetto ai livelli medi del 1975, è attribuibile sia al peggioramento del saldo a prezzi costanti sia, soprattutto, al deterioramento delle ragioni di scambio. Nella seconda parte dell'anno, nonostante un loro miglioramento, il saldo passivo è rimasto su livelli elevati (fig. G 2).

Fig. G 2

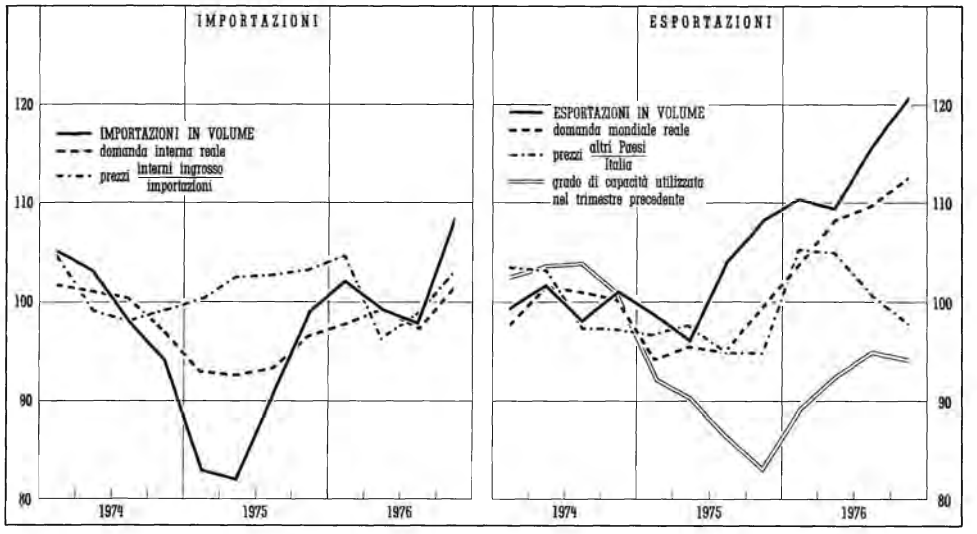


Andamento trimestrale delle importazioni ed esportazioni in valori correnti e costanti
(dati depurati della stagionalità)

Interscambio in quantità: fattori di variazione. — L'evoluzione delle importazioni e delle loro principali determinanti è illustrata dalla figura G 3. In particolare, la flessione registrata nel terzo trimestre e la ripresa di fine anno sono da collegarsi principalmente all'andamento della domanda interna. Il raffronto tra le importazioni di beni non finali e la produzione indica una stabilizzazione delle scorte su livelli normali (figura G 4): infatti, tra il quarto trimestre del 1976 e il corrispondente periodo dell'anno precedente, il tasso di incremento di queste importazioni è risultato pressoché uguale a quello della produzione industriale.

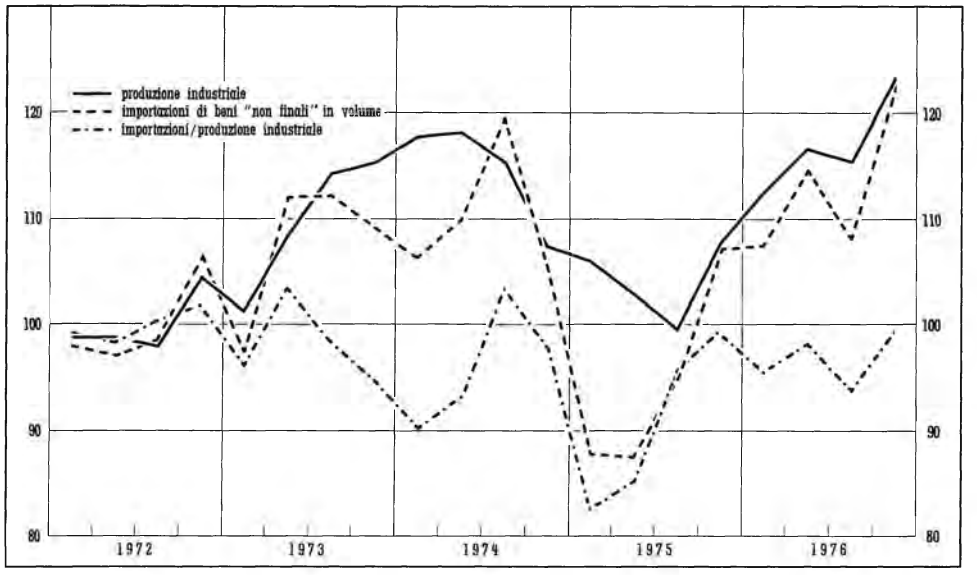
L'effetto dell'evoluzione dei prezzi relativi sugli acquisti all'estero è stato modesto, in considerazione della rapidità del ricupero di quelli interni, rispetto a quelli all'importazione, nella seconda metà dell'anno. Sembra, inoltre, che i maggiori costi all'importazione derivanti dall'introduzione del deposito e, soprattutto, del diritto speciale sugli acquisti di valuta non abbiano influito sensibilmente sulle quantità importate. I ricordati provvedimenti, come verrà piú ampiamente descritto nei para-

Fig. G 3



Principali fattori di variazione del commercio con l'estero dell'Italia
(indici 1974 = 100; dati depurati delle variazioni stagionali)

Fig. G 4



Produzione industriale e importazioni di beni non finali
(indici 1972=100; dati depurati delle variazioni stagionali)

grafi che seguono, hanno infatti esplicato effetti prevalentemente sulla struttura temporale dei regolamenti, determinando un aumento delle dilazioni di pagamento.

I maggiori incrementi delle esportazioni in volume hanno avuto luogo nella seconda metà dell'anno, mentre la domanda mondiale

si è accresciuta soprattutto nel primo semestre. Di conseguenza la perdita di quota registrata nei mesi iniziali dell'anno è stata riassorbita, consentendo di mantenere pressoché immutata, nella media del 1976, la posizione dell'Italia sui mercati internazionali (tav. G 4). Un freno a un piú

Tav. G 4

QUOTA DELL'ITALIA SULLE ESPORTAZIONI MONDIALI DI MANUFATTI

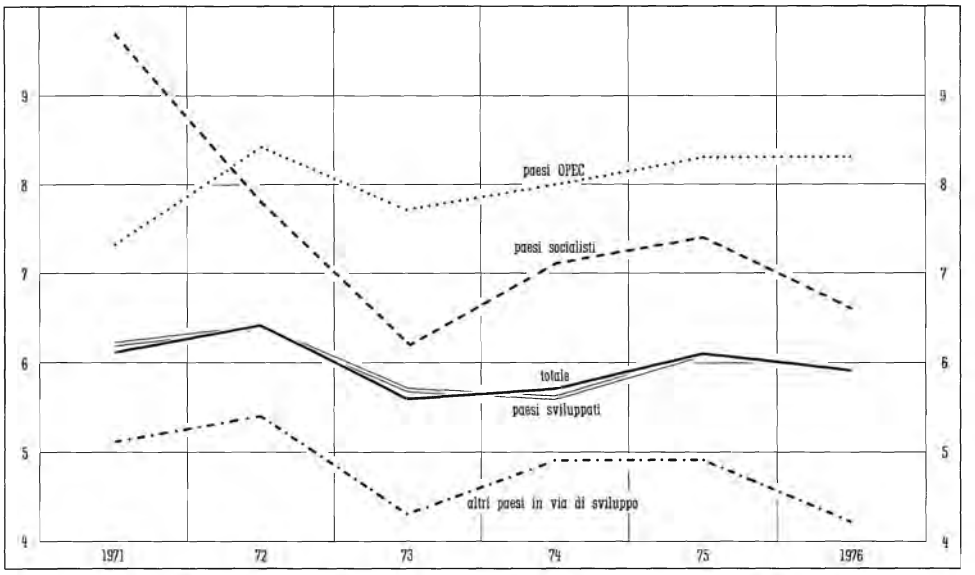
Voci	1971	1972	1973	1974	1975	1976
A valori correnti	6,6	6,9	6,1	6,0	6,5	6,1
A prezzi 1970	6,5	6,8	6,5	6,3	6,6	6,5

Fonte: ONU, *Monthly Bulletin of Statistics*. Le quote sono state calcolate con riferimento alle esportazioni del totale dei paesi sviluppati. I dati del 1976 sono stimati.

rapido sviluppo delle esportazioni può essere derivato dalla ripresa della domanda interna: la capacità utilizzata, infatti, è aumentata sensibilmente rispetto ai minimi raggiunti a fine 1975. Inoltre, il contenuto aumento delle esportazioni nel primo semestre sembra collegarsi alle perdite di produzione conseguenti agli scioperi per i rinnovi contrattuali; questi ultimi hanno interessato principalmente i comparti metalmeccanico, chimico, tessile e dell'abbigliamento. Il ritmo piú sostenuto delle vendite negli ultimi due trimestri dell'anno è dovuto sia al venir meno delle menzionate difficoltà dal lato dell'offerta sia agli effetti ritardati sulle nostre esportazioni del miglioramento nella competitività di prezzo derivante dal deterioramento del cambio.

La quota dell'Italia sulle esportazioni mondiali, se in termini reali si è mantenuta sugli stessi livelli del 1975, ha registrato una flessione a prezzi correnti. Questa diversità di andamento è da collegarsi alla riduzione subita, nella media dell'anno, dai nostri prezzi all'esportazione espressi in dollari a seguito del deprezzamento della lira. L'analisi delle quote delle esportazioni italiane rispetto al commercio mondiale, effettuata per mercati di destinazione e con valori espressi in dollari correnti, mostra come le maggiori riduzioni abbiano riguardato i paesi socialisti e quelli in via di sviluppo non produttori di petrolio (fig. G 5). La contrazione della quota verso queste aree è avvenuta nonostante i maggiori impegni assicurativi assunti dall'Italia e le piú elevate erogazioni per crediti alle esportazioni.

Fig. G 5



Quota italiana sui vari mercati rispetto alle esportazioni mondiali

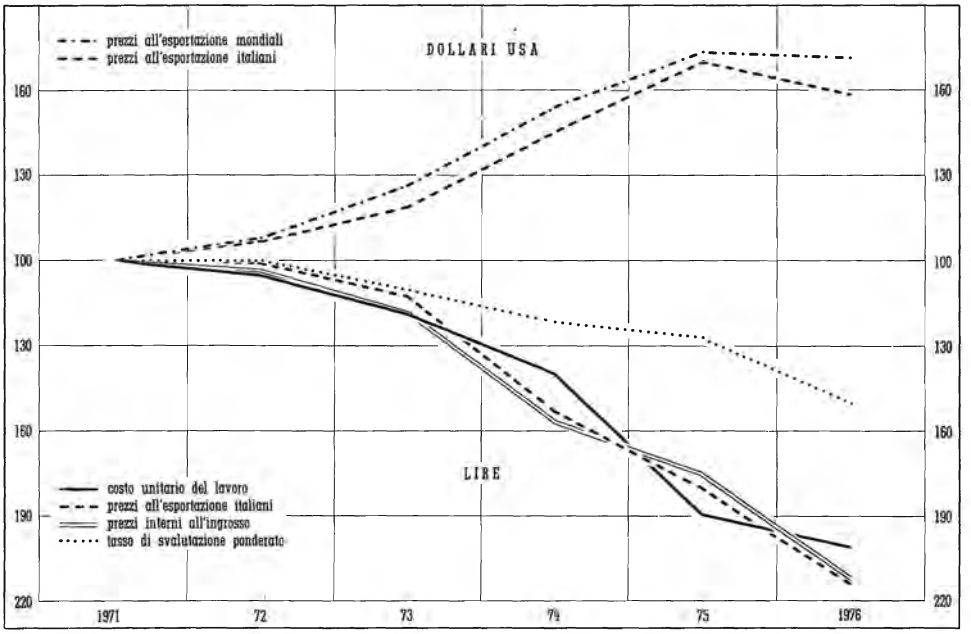
Fonte: OCSE, *Trade by Commodities*. I valori con i quali sono state calcolate le quote italiane sono espressi in dollari USA correnti. Le quote relative al 1976 sono stimate sulla base dei dati dei primi 11 mesi.

Prezzi all'importazione, all'esportazione e influenza del tasso di cambio. — Il deterioramento delle ragioni di scambio registrato nell'anno in esame, oltreché al deprezzamento della lira, è ricollegabile, sia pure in misura minore, al rinnovarsi delle tensioni sui mercati internazionali delle materie prime: le quotazioni di queste ultime, espresse in dollari, sono infatti aumentate, sulla base dell'indice calcolato dalla Confindustria, di circa il 9 per cento, a fronte di una sostanziale stabilità dei prezzi all'esportazione dei prodotti manufatti. Nella media dell'anno, il deprezzamento della lira ha determinato un miglioramento della competitività dei prodotti italiani; i valori medi unitari, denominati in dollari, delle nostre esportazioni hanno, infatti, registrato una riduzione di circa 6 punti percentuali (fig. G 6). Questi vantaggi sono stati inoltre acquisiti in presenza di un miglioramento della redditività delle imprese; sia i prezzi all'esportazione espressi in lire sia quelli interni all'ingrosso sono aumentati, nel 1976, a tassi sensibilmente superiori a quelli dei costi unitari del lavoro.

Il miglioramento di competitività è avvenuto soprattutto nel primo semestre del 1976; nei due trimestri successivi, infatti, i prezzi all'esportazione dell'Italia sono aumentati a tassi maggiori di quelli mondiali. Tale evoluzione può ricollegarsi, da un lato, al comportamento degli

esportatori, i quali sembrano tradurre, con un certo ritardo, il deprezzamento della lira in maggiori profitti, dall'altro all'incremento che quest'ultimo determina nella struttura dei costi delle imprese stesse.

Fig. G 6



Andamento del tasso di cambio e competitività di prezzo delle esportazioni italiane

Al fine di approfondire i legami intercorrenti fra tasso di cambio, prezzi, bilancia commerciale e saggio di crescita dell'economia, si è approntato un modello econometrico trimestrale di bilancia dei pagamenti (definita con riferimento alle sole voci « merci e servizi »), che consente di descrivere i principali meccanismi di interazione fra alcune grandezze reali dell'economia italiana e gli effetti immediati e di piú lungo periodo della manovra del tasso di cambio (lo studio completo formerà oggetto di separata pubblicazione). Tali meccanismi possono essere descritti, molto sinteticamente, ipotizzando una variazione « esogena », quale ad esempio un aumento dei prezzi all'importazione, e osservando la sequenza di reazioni che si trasmette all'economia. L'aumento di cui sopra ha un effetto negativo sulle quantità importate e nello stesso tempo provoca un incremento dei prezzi al consumo, che si ripercuote sul salario orario e sul costo del lavoro per unità prodotta, attraverso il meccanismo della scala mobile e, per questo canale, sui prezzi del valore aggiunto industriale e, infine, sui prezzi all'esportazione.

Dalla ricerca è, tra l'altro, emerso, come piú ampiamente illustrato nel paragrafo riguardante i prezzi interni, che i prezzi all'esportazione dell'Italia reagiscono fortemente a variazioni del tasso di cambio. In particolare nell'arco di due trimestri il trasferimento della svalutazione sui prezzi è di quasi l'80 per cento.

L'andamento del rapporto fra i prezzi all'esportazione mondiali e quelli dell'Italia nel corso del 1976 sembra confermare questo risultato (fig. G 3).

Esso infatti è aumentato fortemente nel primo trimestre, mentre è diminuito in quelli successivi fino a riportarsi, a fine anno, su livelli prossimi a quelli antecedenti la svalutazione.

Attraverso un esercizio di simulazione è stato valutato l'effetto di variazioni del tasso di cambio sulla bilancia « merci e servizi » espressa in dollari correnti. I risultati ottenuti indicano che un deprezzamento della lira, a parità di condizioni e in particolare a domanda interna invariata, migliora, per lo piú nel primo anno e marginalmente, il saldo della bilancia stessa. L'effetto iniziale della svalutazione sull'interscambio viene progressivamente eroso attraverso due canali. Da un lato, come già ricordato, gli esportatori aumentano, nel corso del primo anno, i prezzi in lire pressoché nella stessa misura della variazione del cambio. Dall'altro lato, l'incremento dei prezzi all'importazione in lire si trasferisce, attraverso la sequenza sopra descritta, sul livello dei prezzi interni, annullando completamente i vantaggi iniziali di competitività.

Composizione merceologica e distribuzione geografica. — Dal lato delle importazioni, incrementi in quantità superiori alla media hanno interessato il comparto dei beni di consumo non alimentari (25 per cento) e gli acquisti di materie prime e di prodotti semilavorati (29 per cento) (tav. G 5). I rimanenti settori hanno mostrato una dinamica assai contenuta; in particolare, le importazioni di macchine e apparecchi e di fonti di energia sono aumentate soltanto del 4 per cento. Queste ultime hanno risentito sia del moderato aumento delle esportazioni di prodotti raffinati sia della contrazione di alcuni consumi interni conseguente agli aumenti di prezzo.

All'esportazione, il maggior aumento in quantità (19 per cento) è stato registrato dai beni di consumo non alimentari (esclusi i mezzi di trasporto), mentre gli incrementi piú contenuti hanno riguardato le fonti di energia e il settore macchine e apparecchi. I prezzi all'esportazione sono aumentati a tassi non molto dissimili in tutti i comparti, con le uniche eccezioni dei generi alimentari e dei semilavorati, i cui valori unitari si sono accresciuti meno della media.

A prezzi correnti, il peggioramento rispetto al 1975 del disavanzo mercantile è da attribuire principalmente all'interscambio di materie prime e ausiliarie e di semilavorati, la cui dinamica è stata influenzata sia dal sostenuto andamento dell'attività produttiva sia dagli incrementi delle quotazioni del greggio.

Dal lato delle esportazioni, la struttura geografica del nostro interscambio ha registrato mutamenti di rilievo (tav. aG 5). In particolare, per effetto della fase di ripresa che ha interessato le economie dei principali paesi della CEE, si è accentuata l'importanza relativa delle nostre vendite verso questi ultimi. Un incremento tra i piú elevati è stato registrato

VARIAZIONI DEI PREZZI E DELLE QUANTITA' DEI PRODOTTI IMPORTATI ED ESPORTATI NEL 1976

Tav. G 5

Voci	Valori assoluti 1976 (milioni di lire)	Composizione percentuale		Variazioni 1976/1975		
		1975	1976	valori	prezzi	quantità
			Importazioni			
Alimentari	4.902.360	*15,4*	*13,5*	26,6	17,6	7,6
Materie prime e semilavorati	13.668.357	*34,0*	*37,7*	59,5	23,8	28,8
Fonti di energia	9.145.743	*26,3*	*25,2*	37,7	32,4	4,0
Carbone e oli greggi di petrolio	*8.325.535*	*24,0*	*22,9*	*37,7*	*33,0*	*3,5*
Distillati del carbone, degli oli greggi di petrolio, combustibili e lubrificanti	*820.208*	*2,3*	*2,3*	*37,1*	*25,4*	*9,3*
Beni di consumo non alimentari	3.045.995	*7,8*	*8,4*	54,0	23,7	24,5
Mezzi di trasporto e loro parti	*1.209.652*	*3,0*	*3,3*	*59,0*	*30,5*	*21,8*
Altri beni di consumo	*1.836.343*	*4,8*	*5,1*	*50,9*	*19,5*	*26,3*
Beni di investimento	5.425.833	*16,0*	*14,9*	34,7	25,7	7,2
Macchine, apparecchi e loro parti	*4.044.575*	*12,5*	*11,1*	*28,4*	*23,2*	*4,2*
Mezzi di trasporto e loro parti	*1.381.258*	*3,5*	*3,8*	*57,6*	*33,4*	*18,1*
Beni non classificati	117.595	*0,5*	*0,3*			
Totale escluse fonti di energia	27.160.140	*73,7*	*74,8*	46,3	22,7	19,2
TOTALE GENERALE	**36.305.883**	**100,0**	**100,0**	**44,1**	**25,1**	**15,2**
			Esportazioni			
Alimentari	2.208.078	*7,8*	*7,1*	24,4	12,2	10,9
Materie prime e semilavorati	9.307.293	*31,2*	*30,1*	30,6	14,0	14,6
Fonti di energia	1.717.772	*5,7*	*5,6*	31,8	27,1	3,7
Carbone e oli greggi di petrolio	*45.958*	*0,1*	*0,2*	*85,6*		
Distillati del carbone, degli oli greggi di petrolio, combustibili e lubrificanti	*1.671.814*	*5,6*	*5,4*	*30,8*	*26,0*	*3,8*
Beni di consumo non alimentari	8.634.460	*26,2*	*27,9*	44,1	23,2	17,0
Mezzi di trasporto e loro parti	*1.653.687*	*5,2*	*5,3*	*38,5*	*26,4*	*9,6*
Altri beni di consumo	*6.980.773*	*21,0*	*22,6*	*45,6*	*22,5*	*18,9*
Beni di investimento	8.851.513	*28,7*	*28,6*	34,8	25.6	7,3
Macchine, apparecchi e loro parti	*6.466.156*	*21,4*	*20,9*	*32,1*	*24,7*	*5,9*
Mezzi di trasporto e loro parti	*2.385.357*	*7,3*	*7,7*	*42,8*	*28,0*	*11,6*
Beni non classificati	185.044	*0,4*	*0,7*			
Totale escluse fonti di energia	29.186.388	*94,3*	*94,4*	35,4	20,1	12,7
TOTALE GENERALE	**30.904.160**	**100,0**	**100,0**	**35,2**	**20,5**	**12,2**

Fonte: Elaborazione su dati Istat.

dalle esportazioni verso la Francia, il cui peso sul totale è passato dal 13 al 15 per cento. E' diminuita l'importanza delle vendite verso i paesi socialisti e, soprattutto, verso quelli in via di sviluppo (non appartenenti all'OPEC), le cui quote sono passate, rispettivamente, dal 6 al 5 per cento e dal 21 al 18 per cento. All'importazione, la struttura delle provenienze ha subíto modifiche meno rilevanti; si è comunque ridotto il peso rispetto al totale degli acquisti dagli Stati Uniti e dai paesi dell'OPEC, mentre è aumentato quello delle importazioni dall'URSS e dagli altri paesi in via di sviluppo. Il peggioramento del disavanzo complessivo, pari a 3.069 miliardi di lire, è derivato per 992 miliardi dalla riduzione dell'avanzo nei confronti dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio, per 976 miliardi dall'aumento del saldo passivo con i paesi sviluppati e per i restanti 1.101 miliardi, in parti pressoché uguali, dal deterioramento del saldo verso i paesi dell'OPEC e quelli socialisti.

Gli scambi di servizi.

Trasporti. — Il disavanzo della bilancia dei trasporti si è accresciuto di 199 miliardi di lire rispetto all'anno precedente, salendo a 595 miliardi (tav. G 6). Il peggioramento è derivato sia dall'aumento delle tariffe e delle quantità importate sia dal deprezzamento della lira.

Durante lo scorso anno, l'andamento del tasso di cambio ha influenzato in misura rilevante il saldo della bilancia dei trasporti, strutturalmente passivo. Com'è noto, infatti, gran parte dei contratti di noleggio sono denominati in dollari; il deprezzamento della lira nei confronti di questa moneta, che è stato, rispetto al 1975, di oltre il 21 per cento, ha notevolmente amplificato il controvalore in lire delle voci originariamente espresse in valuta.

Nel settore marittimo la spesa complessiva sostenuta dall'Italia per il trasporto di merci all'importazione è ammontata a 2.016 miliardi di lire, facendo registrare, rispetto al 1975, un incremento di 454 miliardi, di cui 284 attribuibili ai carichi secchi e 170 ai carichi liquidi. Tale andamento è dovuto, tra l'altro, all'effetto congiunto dell'incremento delle quantità trasportate e di un rincaro delle rate di nolo; quest'ultimo peraltro limitato a determinate rotte e tipi di contratto. Le importazioni di merci via mare sono infatti aumentate, in tonnellate, del 7,2 per cento, con un tasso di sviluppo maggiore per i carichi secchi (11,7 per cento) che per i liquidi (4,6 per cento). Le rate di nolo, d'altro canto, sembrano aver risentito positivamente sia della ripresa

Tav. G 6

BILANCIA DEI TRASPORTI

(miliardi di lire)

Voci	Marittimi		Terrestri (1)		Aerei (4)		Totale	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
INCASSI	**1.292,0**	**1.615,5**	**25,6**	**33,0**	**357,4**	**471,6**	**1.675,0**	**2.120,1**
Noli merci	821,1	1.063,5	25,6	33,0	43,3	53,5	890,0	1.150,0
Noli passeggeri (2)	103,9	110,0	–	–	236,1	320,1	340,0	430,1
Spese delle flotte estere	367,0	442,0	–	–	78,0	98,0	445,0	540,0
PAGAMENTI	**1.665,2**	**2.142,0**	**180,0**	**250,0**	**225,8**	**323,5**	**2.071,0**	**2.715,5**
Noli merci all'importazione (3)	1.210,0	1.549,0	180,0	250,0	50,0	53,0	1.440,0	1.852,0
Noli passeggeri	12,0	13,0	–	–	74,0	127,2	86,0	140,2
Spese della flotta italiana	443,2	580,0	–	–	101,8	143,3	545,0	723,3
Saldo	**–373,2**	**–526,5**	**–154,4**	**–217,0**	**131,6**	**148,1**	**–396,0**	**–595,4**

(1) Inclusi i diritti di oleodotto. – (2) Esclusi i noli incassati per trasporto di passeggeri italiani dalla marina italiana (54,0 nel 1975 e 57,0 nel 1976) e dall'aviazione italiana (81,1 nel 1975 e 79,5 nel 1976). – (3) Esclusi i noli incassati dalla marina italiana (351,8 nel 1975 e 466,7 nel 1976) e dall'aviazione italiana (19,3 nel 1975 e 23,3 nel 1976). – (4) Dal lato degli incassi, i noli merci e passeggeri includono, dal 1975, rispettivamente, i proventi per noleggi di aerei e quelli per voli *charters*.

dei traffici marittimi sia del rallentamento nel tasso di crescita della flotta mondiale (tav. G 7); in particolare sono aumentati i noleggi a tempo per le merci secche e quelli riguardanti i traffici Golfo Persico-

Tav. G 7

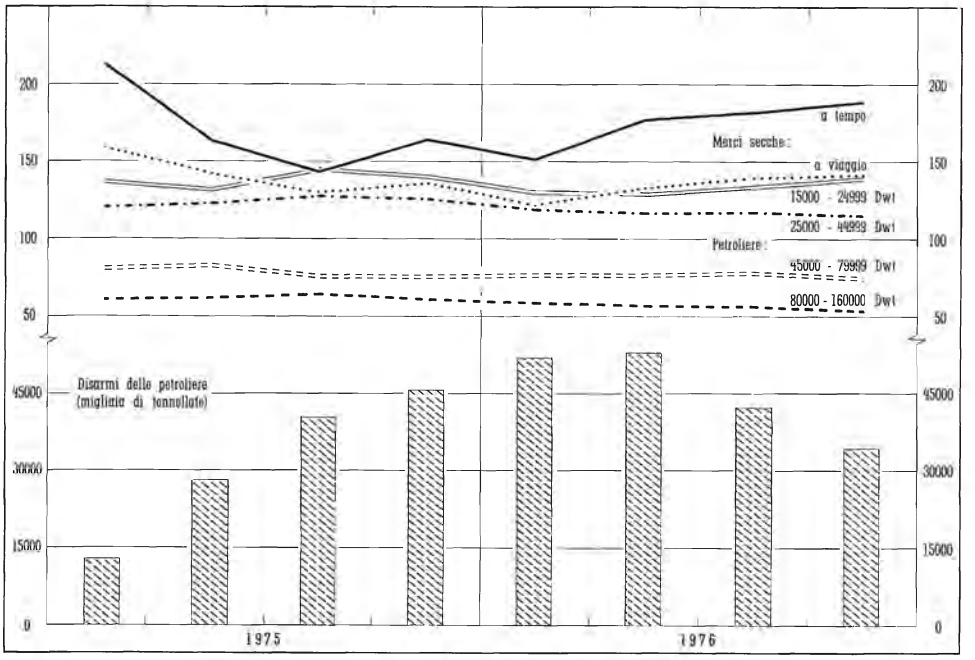
FLOTTA E COMMERCIO MARITTIMO MONDIALE

VOCI	1973		1974		1975		1976	
	Valori	Variazione (%)	Valori	Variazione (%)	Valori	Variazione (%)	Valori	Variazione (%)
	Flotta (milioni di TSL)							
Cisterne	121	*10,0*	135	*11,6*	152	*12,6*	166	*9,2*
Altre navi	156	*6,1*	164	*5,1*	171	*4,3*	178	*4,1*
Totale	**277**	**7,8**	**299**	**7,9**	**323**	**8,0**	**344**	**6,5**
	Merci (milioni di tonnellate)							
Carichi liquidi	1.639	*13,4*	1.624	*–0,9*	1.492	*–8,1*	1.650	*10,6*
Carichi secchi	1.481	*12,5*	1.623	*9,6*	1.551	*–4,4*	1.627	*4,9*
Totale	**3.120**	**13,0**	**3.247**	**4,1**	**3.043**	**–6,3**	**3.277**	**7,7**

Fonte: *Shipping Statistics*.

Mediterraneo per le liquide (fig. G 7). Occorre notare in proposito che circa il 40 per cento delle importazioni italiane di greggio proviene dai paesi del Golfo Persico e quindi l'incremento dei noli sulla rotta in questione ha inciso notevolmente sui nostri costi di trasporto.

Fig. G 7



Indici dei noli e disarmi

Indici dei noli cisternieri del *London Tanker Brokers Panel* (AFRA *worldscale* = 100); indici dei noli per i carichi secchi del *Norwegian Shipping News* (carichi secchi a viaggio: luglio 1965 – giugno 1966 = 100; carichi secchi a tempo: 1971 = 100); disarmi delle petroliere di *R. Morasso e Co.*

Nel complesso, tra il 1975 e il 1976, il costo per tonnellata trasportata è passato da 9.434 lire a 11.363, facendo registrare incrementi piú elevati per i carichi liquidi (tav. G 8). La partecipazione della bandiera italiana ai traffici d'importazione è aumentata sia per le merci secche sia per le liquide; conseguentemente i noli di pertinenza della bandiera italiana hanno presentato un aumento di circa il 33 per cento, contro il 28 per cento delle flotte estere.

Gli introiti della marina mercantile italiana per trasporto merci all'esportazione e tra terzi paesi si sono accresciuti in misura considerevole, passando da 821 a 1.064 miliardi di lire. Per quanto concerne il comparto passeggeri, la modesta espansione presentata sia dai crediti sia dai debiti è dipesa esclusivamente dall'aumento delle tariffe, essendo le unità trasportate rimaste pressoché costanti. Nel complesso, il settore

marittimo si è chiuso, considerate le spese sostenute dalle flotte in Italia e all'estero, con un disavanzo di 527 miliardi, superiore di 153 miliardi a quello del 1975.

Tav. G 8

IMPORTAZIONI VIA MARE E RELATIVI NOLI

(quantità in migliaia di tonnellate - noli in miliardi di lire - nolo medio in lire)

Bandiera	Quantità		Noli		Nolo medio per tonnellata	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976
			Carichi secchi			
Italiana	19.096	22.537	261,8	344,7		
Estera	40.245	43.747	780,0	981,0		
Totale . . .	59.341	66.284	1.041,8	1.325,7	17.556	20.000
			Carichi liquidi			
Italiana	20.075	23.334	90,0	122,0		
Estera	86.141	87.781	430,0	568,0		
Totale . . .	106.216	111.115	520,0	690,0	4.896	6.210
			Totale			
Italiana	39.171	45.871	351,8	466,7		
Estera	126.386	131.528	1.210,0	1.549,0		
Totale . . .	165.557	177.399	1.561,8	2.015,7	9.434	11.363

Il peggioramento del disavanzo nel comparto dei trasporti terrestri è derivato sia dal sensibile incremento delle quantità di merci importate a mezzo ferrovia sia dall'aumento delle tariffe.

Quanto al settore aereo, il miglioramento dell'avanzo, passato da 132 a 148 miliardi, è dovuto principalmente al notevole aumento dei noli passeggeri attivi.

L'apporto delle flotte italiane comprendente sia i guadagni sia i risparmi di valuta è passato da 869 a 1.097 miliardi per quella marittima e da 276 a 332 miliardi per quella aerea (tav. aG 6).

Viaggi all'estero. — La bilancia turistica ha presentato, sulla base dei dati valutari e quindi non corretti delle distorsioni dovute ai movimenti clandestini di capitali, un rilevante incremento dell'avanzo che è passato da 998 a 1.513 miliardi di lire (tav. aG 4). Il miglioramento

è derivato da una riduzione del 14 per cento negli esborsi e da un aumento del 25 per cento negli introiti.

Nella media dell'anno, l'incremento del turismo attivo è da attribuire soprattutto alle variazioni delle presenze di stranieri e dei prezzi dei servizi turistici in Italia aumentati, rispettivamente, dell' 1,8 e del 22,1 per cento.

La flessione presentata dagli esborsi riflette una contrazione del numero di presenze italiane all'estero; a tale proposito occorre ricordare l'effetto sfavorevole derivato dall'istituzione del deposito infruttifero e del diritto speciale sugli acquisti di valuta. Il ridimensionamento del turismo passivo è, inoltre, da collegare al provvedimento del 28 febbraio del 1976, descritto nella Relazione dello scorso anno, con cui sono stati introdotti ulteriori limiti alle assegnazioni valutarie per viaggi all'estero; questa misura sembra, infatti, aver eliminato la residua componente di movimenti clandestini di capitali realizzati attraverso gli esborsi turistici.

L'analisi dell'evoluzione in corso d'anno degli introiti valutari mostra come questi abbiano risentito delle ricordate alterazioni di natura speculativa soprattutto nei mesi iniziali del 1976. Nel primo semestre lo sconto della lira-biglietto, rispetto al cambio ufficiale sul mercato svizzero (preso come indicatore della convenienza per i turisti stranieri ad approvvigionarsi di lire nei loro paesi d'origine), si è, infatti, mantenuto su valori piú elevati di quelli registrati nel corrispondente periodo del 1975; conseguentemente gli introiti si sono ridotti del 5 per cento, nonostante l'effetto combinato delle variazioni dei prezzi e delle presenze in Italia giustificasse un loro aumento (tav. G 9). Nella seconda parte dell'anno, lo sconto si è ridotto fortemente e il turismo attivo è aumentato di oltre il 45 per cento; questo incremento, di dimensione eccezionale se confrontato con l'evoluzione dei prezzi e delle presenze estere, lascerebbe supporre una riduzione della quota delle spese dei turisti stranieri finanziata con acquisti di banconote italiane all'estero.

Tav. G 9

EVOLUZIONE DEGLI INTROITI PER TURISMO NEL 1976 (1)

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

Voci	I semestre	II semestre	Anno
Introiti per turismo	−5,0	45,2	24,8
Presenze estere in Italia	4,0	0,8	1,8
Indice dei prezzi dei servizi "turistici"	20,0	24,0	22,1
Sconto lira-biglietto rispetto alla lira-divisa in Svizzera (2)	−6,9	5,6	−0,8

(1) Dati di bilancia dei pagamenti valutaria. – (2) Differenze prime tra i valori del 1976 e quelli del 1975. Il segno negativo indica un aumento dello sconto, quello positivo una riduzione.

Nel 1976 la rettifica dei dati valutari del turismo, che ha riguardato esclusivamente gli introiti, può valutarsi in 560 miliardi di lire (tav. G 10). L'ammontare della correzione si basa sui dati relativi agli scambi di banconote italiane effettuati presso le banche di alcuni paesi europei (tav. G 11). La bilancia dei pagamenti economica ha registrato, pertanto, 2.661 miliardi di turismo attivo e 588 di passivo con un avanzo di 2.073 miliardi a fronte dei 1.534 del 1975.

Tav. G 10

STIMA DELLE ALTERAZIONI NELLA VOCE " VIAGGI ALL'ESTERO "

(miliardi di lire)

Voci	1973	1974	1975	1976
TURISMO ATTIVO				
Dati contabili (1)	1.377,6	1.244,6	1.683,5	2.101,4
Dati corretti (2)	1.586,2	1.734,6	2.133,5	2.661,4
Quota da attribuire ai movimenti di capitali (3)	208,6	490,0	450,0	560,0
TURISMO PASSIVO				
Dati contabili (1)	848,9	797,7	685,5	588,6
Dati corretti (2)	619,0	577,7	600,0	588,6
Quota da attribuire ai movimenti di capitali (3)	229,9	220,0	85,5	–
SALDI				
Dati contabili	528,7	446,9	998,0	1.512,8
Dati corretti	967,2	1.156,9	1.533,5	2.072,8
Quota da attribuire ai movimenti di capitali	438,5	710,0	535,5	560,0

(1) Bilancia valutaria. – (2) Bilancia economica. – (3) Differenza tra i valori corretti e quelli contabili.

Tav. G 11

COMPRAVENDITA DI BANCONOTE ITALIANE EFFETTUATA TRA BANCHE ESTERE E PROPRIA CLIENTELA NON BANCARIA (1)

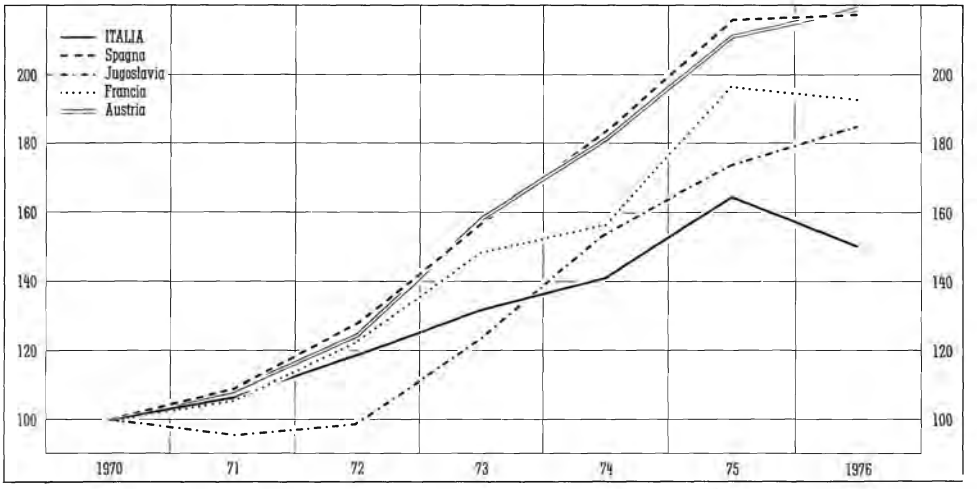
(vendite meno acquisti in miliardi di lire)

Periodo	1975	1976
I trimestre	68	147
II "	111	177
III "	168	145
IV "	103	91
Anno	450	560

(1) I paesi partecipanti allo scambio di informazioni sono: Austria, Finlandia, Francia, Germania federale, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Svezia, Turchia, Jugoslavia.

Occorre infine sottolineare che l'incremento delle presenze estere in Italia (1,8 per cento) è risultato piuttosto contenuto, qualora si consideri il miglioramento della nostra competitività di prezzo derivato dal deprezzamento della lira (fig. G 8).

Fig. G 8



Indici del costo della vita corretti per le variazioni del tasso di cambio

Redditi e rimesse dall'estero. Altri servizi. — Le rimesse degli emigrati sono aumentate, sulla base dei dati di bilancia dei pagamenti valutaria, di circa il 12 per cento, passando da 665 miliardi nel 1975 a 743 miliardi (tav. aG 4).

Il contenuto aumento del totale delle rimesse è dipeso, principalmente, da una flessione del 5 per cento di quelle provenienti dalla Germania federale; tale fenomeno è collegato a una riduzione del numero dei lavoratori italiani occupati in questo paese. Escludendo la Germania federale, il tasso di aumento dell'apporto valutario sale a oltre il 20 per cento (tav. aG 7).

Il saldo negativo dei redditi da capitale si è ulteriormente accresciuto, passando da 764 a 947 miliardi di lire, per effetto del maggiore indebitamento sull'estero soprattutto del settore bancario.

Il disavanzo della rubrica « altri servizi » è diminuito di 437 miliardi, scendendo a 88; al miglioramento hanno contribuito principalmente le provvigioni bancarie e i brevetti, i cui saldi passivi si sono ridotti, nel complesso, di 122 miliardi (tav. G 12).

L'andamento favorevole di questa rubrica potrebbe essere dipeso anche da una riduzione dei deflussi clandestini di capitali che contribuirono a peggiorarne il disavanzo nel 1975.

Tav. G 12

ALTRI SERVIZI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

(miliardi di lire)

Voci	1975			1976		
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Saldo
Spese, commissioni e provvigioni bancarie e commerciali	343,9	602,8	−258,9	426,8	626,3	−199,5
Brevetti	174,5	420,7	−246,2	278,5	461,8	−183,3
Assicurazioni	80,5	106,6	−26,1	92,8	85,6	7,2
Cinematografia	29,3	40,3	−11,0	27,1	39,2	−12,1
Varie	1.053,5	1.036,7	16,8	1.632,1	1.332,5	299,6
TOTALE ...	**1.681,7**	**2.207,1**	**−525,4**	**2.457,3**	**2.545,4**	**−88,1**

I movimenti di capitali.

I movimenti di capitali si sono risolti in un afflusso globale di 1.392 miliardi di lire, a fronte di un deflusso di 527 miliardi nell'anno precedente (tav. G 13). Su di esso hanno inciso negativamente rimborsi di prestiti compensativi per 282 miliardi (645 nel 1975); hanno invece dato luogo ad afflussi i disinvestimenti, effettuati in seguito alla legge penale sulle infrazioni valutarie, di attività acquisite clandestinamente all'estero per 500 miliardi. Al netto di questi importi, e includendo nei deflussi 207 miliardi di crediti netti alle esportazioni finanziati dall'UIC, e quindi registrati nei movimenti monetari (158 nel 1975), l'afflusso globale si riduce a 967 miliardi, contro un deflusso di 40 miliardi nel 1975. I saldi attivi sono stati piú consistenti nella seconda parte dell'anno, in connessione soprattutto con i rientri di capitali stimolati dalla legge n. 159 (e successive modifiche) e con i crediti commerciali alle importazioni sollecitati dal deposito vincolato e dal diritto speciale sugli acquisti di valuta e sui pagamenti verso l'estero (tav. aG 2).

Con la legge ora richiamata, da un lato è stato introdotto un deterrente di natura penale alle esportazioni di capitali e dall'altro è stata promossa la regolarizzazione delle posizioni illecite di taluni residenti costituite sia direttamente sia sotto copertura estera.

Tav. G 13

MOVIMENTI DI CAPITALI

(miliardi di lire)

Voci	Crediti		Debiti		Saldo	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976
CAPITALI ESTERI	**6.490,0**	**8.807,7**	**5.819,6**	**6.147,7**	**670,4**	**2.660,0**
Investimenti (1):						
diretti	692,1	353,7	279,8	276,3	412,3	77,4
di portafoglio	246,6	367,1	322,4	471,8	–75,8	–104,7
altri	38,3	47,8	31,1	36,9	7,2	10,9
Prestiti:						
privati	917,8	751,2	969,7	797,7	–51,9	–46,5
emessi o garantiti dallo Stato	225,5	290,7	99,1	166,5	126,4	124,2
Crediti commerciali:						
medio e lungo termine	300,5	350,0	228,3	300,0	72,2	50,0
breve termine	3.905,1	6.436,1	3.848,8	3.944,8	56,3	2.491,3
Altri capitali (2)	164,1	211,1	40,4	153,7	123,7	57,4
CAPITALI ITALIANI	**6.692,3**	**8.628,4**	**7.889,9**	**9.896,2**	**–1.197,6**	**–1.267,8**
Investimenti:						
diretti	235,4	313,8	461,8	446,4	–226,4	–132,6
di portafoglio	395,4	578,9	270,1	351,6	125,3	227,3
altri	0,3	1,5	2,4	1,5	–2,1	–
cessioni ex lege n. 159	–	500,4	–	–	–	500,4
Prestiti:						
privati	176,5	187,7	242,5	488,5	–66,0	–300,8
emessi o garantiti dallo Stato (3)	43,0	39,0	36,2	55,4	6,8	–16,4
Crediti commerciali:						
medio e lungo termine	1.308,9	1.632,0	1.145,0	1.523,0	163,9	109,0
breve termine	4.532,8	5.375,1	4.981,3	6.422,9	–448,5	–1.047,8
Altri capitali (4)	–	–	750,6	606,9	–750,6	–606,9
SALDO	–	–	–	–	**–527,2**	**1.392,2**

(1) Nei disinvestimenti esteri (crediti) sono comprese le operazioni di rinazionalizzazione ai sensi della legge n. 159, effettuate con il sistema a titolo oneroso previsto dalla circolare A 344 dell'UIC. Nei disinvestimenti esteri possono inoltre essere comprese le operazioni di rinazionalizzazione attuate mediante trasferimento in Italia delle sedi sociali o azzeramento del capitale sociale delle società estere già intestatarie di attività in Italia. – (2) Per il dettaglio v. tavv. aG 12 e aG 13. – (3) Incluse partecipazioni in organismi internazionali per 6,3 miliardi nel 1975 e 16,8 nel 1976. – (4) Comprendono prevalentemente la stima dei movimenti di capitali "nascosti" nei servizi.

La legge n. 159 (e successive modifiche) ha contemplato anche casi e irregolarità non propriamente riferibili ai movimenti di capitali. Cosí, è stata prevista la possibilità di importare senza corrispettivo aeromobili, navi, oggetti d'arte, ecc., o quella di regolarizzare diritti di riscatto vantati verso non residenti in base a contratti di assicurazione sulla vita, ecc. Nelle pagine che seguono non si riferisce specificamente su questi casi particolari.

Come è noto, esportazioni di fondi al di fuori dei canali ufficiali sono state effettuate dai residenti principalmente attraverso l'invio di

banconote italiane all'estero. Solo per questa via, dal 1960 al 1975, si sono avuti deflussi di capitali per circa 10.000 miliardi di lire; dei capitali esportati, una parte è stata utilizzata per effettivi impieghi all'estero, una parte è stata reinvestita all'interno. Con la citata legge è stata data facoltà di conservare, previa dichiarazione, il possesso di alcune attività sull'estero che in ogni modo avrebbero potuto essere acquisite attraverso i canali ufficiali (investimenti diretti, immobili); per gli investimenti di portafoglio sono stati previsti il deposito dei titoli e la loro vendita entro un anno; è stata invece imposta la cessione di altre attività, tra cui quelle liquide e trasferibili. Inoltre è stata consentita la normalizzazione delle posizioni assunte sotto copertura estera, attraverso atti di rinazionalizzazione o di rinuncia delle attività sull'interno.

Tav. G 14

PRINCIPALI EFFETTI DELLA LEGGE N. 159 E MODIFICHE SUCCESSIVE

(dati provvisori, parzialmente stimati, in miliardi di lire)

Capitali " Italiani"	A	B	Capitali " Esteri"	A	B
Attività cedute entro il 3 dicembre 1976 (1)	**500**	–	**Prestiti "rinunciati"**	**300**	**50**
Attività regolarizzate da mantenere, ovvero da liquidare entro il 19 novembre 1977 (2):	**70**	**460**	**Passività rinazionalizzate** (2):	**1.075**	**190**
disponibilità liquide	–	60	titoli	900	100
titoli (3) (4)	70	100	partecipazioni	140	
partecipazioni (4)	....	40	immobili	35	80
immobili	....	200	varie	....	10
crediti (5)	....	35			
varie (6)	....	25			
TOTALE . . .	**570**	**460**	**TOTALE . . .**	**1.375**	**240**

A: Operazioni poste in essere senza le dichiarazioni di cui all'art. 2 della legge 30 aprile 1976 n. 159 e modifiche successive.

B: Operazioni da riferire alle dichiarazioni di cui all'art. 2 della legge 30 aprile 1976 n. 159 e modifiche successive.

(1) Registrate in bilancia dei pagamenti come disinvestimenti italiani all'estero. – (2) I titoli, le partecipazioni e gli immobili sono riportati ai valori nominali ovvero ai valori risultanti dal trasferimento originario. – (3) Compresi quelli da riferire ad investimenti "diretti" per circa 50 miliardi. (4) Comprese attività relative a società di comodo intestatarie di beni in Italia da rinazionalizzare. – (5) Da riscuotere alla scadenza. – (6) Esclusi n. 1.500 circa aeromobili, navi, natanti ecc. da importare senza corrispettivo.

In queste circostanze, le cessioni che hanno dato o daranno luogo ad afflussi netti di valuta vengono registrate in bilancia dei pagamenti come disinvestimenti di capitali italiani, mentre la conservazione di attività all'estero, come anche la rinazionalizzazione o la rinuncia ad

attività sull'interno non alterano il saldo dei movimenti di capitali e si risolvono in una semplice riallocazione dei dati di consistenza. La situazione dei capitali « esteri » e di quelli « italiani » riferibile alla legge n. 159 è riportata nella tavola G 14. Si può notare come questa legge abbia esplicato gli effetti piú rilevanti sul piano delle rinazionalizzazioni di attività già intestate fittiziamente a non residenti. I rientri netti, e, soprattutto, i titoli depositati da liquidare appaiono modesti, specialmente se raffrontati al volume delle esportazioni clandestine di banconote dell'ultimo quindicennio. A determinare questi effetti difformi hanno ovviamente concorso i rischi di accertamento molto piú elevati per reati connessi con il fittizio possesso di attività sull'interno.

Tav. G 15

POSIZIONE FINANZIARIA DELL'ITALIA CON L'ESTERO (1)

(miliardi di lire)

Voci	Situazione a fine 1976	Anni di scadenza (2)				
		1977	1978	1979	1980	dopo il 1980
ATTIVITA'	**11.932**	**1.873**	**1.554**	**1.405**	**1.157**	**5.943**
Merci (3) e servizi (4)	5.402	1.398	963	714	517	1.810
Prestiti (5)	6.530	475	591	691	640	4.133
PASSIVITA'	**17.156**	**1.794**	**4.543**	**1.901**	**2.030**	**6.888**
Merci (3)	893	209	557	74	26	27
Prestiti (6)	10.142	651	924	1.120	1.634	5.813
Debiti delle istituzioni monetarie ufficiali	6.121	934	3.062	707	370	1.048

(1) Limitatamente ai prestiti e ai crediti commerciali. – (2) Gli importi in valuta sono calcolati ai cambi in lire di fine 1976. (3) Impegni a fronte di forniture già effettuate o autorizzate da effettuare, limitatamente alle operazioni con regolamento posticipato oltre l'anno. – (4) Esclusi gli impegni connessi all'esecuzione di lavori che non comprendono quote merci. – (5) Erogati e da erogare, compresi gli impegni dell'UIC; dati in parte stimati. – (6) Compresi quelli compensativi.

Nel quadro dei movimenti di capitali, le componenti di carattere finanziario e gli investimenti diretti hanno assunto un peso marginale rispetto a quelle direttamente e indirettamente connesse con gli scambi di merci. Tra queste ultime, quelle con regolamento a breve termine presentano ampie e repentine oscillazioni; quelle con regolamento oltre l'anno invece, al pari dei prestiti e dei debiti delle autorità ufficiali, si risolvono in crediti e in debiti, la cui scadenza può essere pre-

vista con sufficiente attendibilità, almeno con riferimento agli impegni già assunti: è quindi agevole disporre di valide indicazioni sulla futura evoluzione del vincolo esterno derivante da esse. Nella tavola G 15 è riportata la situazione a fine 1976: ove non risultasse possibile conseguire, in particolare, rifinanziamenti e consolidamenti dei debiti ufficiali, le maggiori esigenze di finanziamento si presenteranno nel 1978.

Investimenti. — L'apporto netto degli investimenti diretti dell'estero è stato di 77 miliardi di lire, a fronte di uno di 412 miliardi nell'anno precedente. Questo risultato è da collegare esclusivamente ai nuovi investimenti, in presenza di una stazionarietà dei disinvestimenti; i primi infatti sono passati da 692 a 354 miliardi, i secondi da 280 a 276 miliardi. La riduzione ha interessato soprattutto il volume delle operazioni di modesto importo le quali venivano in ampia misura poste in essere presumibilmente dagli stessi residenti sotto copertura estera. Le operazioni fittizie di questa specie sono state scoraggiate in seguito alla legge n. 159 che, come si è detto, ha esplicato gli effetti piú cospicui proprio in questa direzione.

Tav. G 16

INVESTIMENTI PRIVATI ESTERI E ITALIANI

(situazione a fine anno, importi in miliardi di lire)

Investimenti	Capitali esteri		Capitali italiani	
	valori assoluti	composiz. percentuale	valori assoluti	composiz. percentuale
		1975		
Diretti	5.722	*74,9*	2.225	*46,7*
Di portafoglio	1.914	*25,1*	2.544	*53,3*
TOTALE	**7.636**	**100,0**	**4.769**	**100,0**
		1976		
Diretti	5.035	*76,0*	2.500	*51,5*
Di portafoglio	1.592	*24,0*	2.355	*48,5*
TOTALE	**6.627**	**100,0**	**4.855**	**100,0**

Gli investimenti diretti italiani all'estero hanno comportato un deflusso netto di 133 miliardi, contro uno di 226 nel 1975; quest'ultimo importo, peraltro, fu maggiorato di 93 miliardi per effetto di correzioni riguardanti anni precedenti, descritte nella passata Relazione. L'attività

delle imprese italiane in campo internazionale è tuttavia molto piú intensa di quanto non appaia dalla dimensione modesta degli investimenti diretti effettuati negli anni piú recenti. In particolare, le maggiori esigenze di finanziamento dovrebbero aver trovato copertura con fondi raccolti all'estero, a giudicare dalle garanzie fideiussorie prestate a banche estere da case madri di imprese italiane (500 e 620 miliardi, rispettivamente, nel 1975 e nel 1976).

La consistenza degli investimenti diretti dell'estero è stata calcolata anche in funzione delle rinazionalizzazioni disposte dai residenti. Il calcolo è ancora provvisorio, non essendo stato completato l'esame delle pratiche pervenute all'UIC, tuttavia si può notare il ridimensionamento della portata effettiva delle partecipazioni estere in società italiane, soprattutto rispetto a quei paesi che svolgono prevalentemente un ruolo di intermediazione. All'opposto, sono entrate nella consistenza degli investimenti diretti italiani all'estero alcune partecipazioni, assunte nel passato al di fuori dei canali ufficiali e dichiarate ai sensi della legge n. 159 (tavv. G 16 e G 17).

Tav. G 17

INVESTIMENTI DIRETTI DELL'ESTERO IN ITALIA

(situazione a fine anno, in miliardi di lire)

Paesi	Settori						
	chimica e energia	meccanica metallurgia miniere	alimentare	commercio	banche assicurazioni società finanziarie	altri (1)	Totale
				1975			
Stati Uniti	434	294	50	37	42	176	1.033
Paesi CEE	417	343	105	81	41	159	1.146
Svizzera, Lussemburgo e Liechtenstein	442	682	167	161	510	1.235	3.197
Altri	64	52	10	18	13	189	346
TOTALE	**1.357**	**1.371**	**332**	**297**	**606**	**1.759**	**5.722**
				1976			
Stati Uniti	444	371	23	38	31	196	1.103
Paesi CEE	417	308	101	124	49	161	1.160
Svizzera, Lussemburgo e Liechtenstein	318	485	140	145	427	940	2.455
Altri	57	49	12	18	21	160	317
TOTALE	**1.236**	**1.213**	**276**	**325**	**528**	**1.457**	**5.035**

(1) Prevalentemente società immobiliari.

Gli investimenti e i disinvestimenti di portafoglio dell'estero sono ammontati, rispettivamente, a 367 e a 472 miliardi; il saldo è stato quindi negativo per 105 miliardi (76 nel 1975). Le operazioni sottostanti hanno fatto capo in gran parte a società finanziarie e a investitori istituzionali i quali hanno fatto prevalere le vendite soprattutto nella prima parte dell'anno verosimilmente in connessione con attese di deprezzamento della lira. Gli acquisti, d'altra parte, non hanno trovato sostegno nemmeno nelle occorrenze di impiego dei fondi comuni di investimento esteri i quali vanno sperimentando un'accoglienza sempre meno favorevole presso i residenti. Negli ultimi due anni infatti si sono avuti disinvestimenti netti di quote per oltre 40 miliardi.

Gli investimenti di portafoglio italiani all'estero hanno dato luogo a un afflusso netto di 227 miliardi, a fronte di uno di 125 miliardi nell'anno precedente. Il deposito vincolato infruttifero del 50 per cento introdotto nel 1973 (tav. G 18), i rigori previsti dal regime fiscale nei

Tav. G 18

DEPOSITI VINCOLATI INFRUTTIFERI A FRONTE DI INVESTIMENTI ALL'ESTERO

(miliardi di lire)

Periodi	Accreditamenti	Addebitamenti	Depositi in essere a fine periodo
1973	11,5	2,1	9,4
1974	20,6	17,4	12,6
1975	14,1	16,4	10,3
1976	31,7	18,1	23,9

confronti dei privati, la regola imposta alle banche italiane partecipanti ai consorzi internazionali di collocare titoli solo presso non residenti (tav. G 19), sono i principali fattori alla base di un fenomeno di aggiustamento dei portafogli in titoli esteri che sembra essere avvenuto attraverso sia vendite sia mancati reinvestimenti alla scadenza.

A fine 1976 la consistenza degli investimenti di portafoglio italiani all'estero era di 2.355 miliardi. Di questo importo, meno di 100 miliardi stanno a fronte di titoli acquisiti in passato al di fuori dei canali ufficiali e depositati per effetto della legge sulle infrazioni valutarie. Nonostante i modesti risultati prodotti dalla legge in questo campo, probabilmente a causa dell'obbligo di liquidare entro un anno i titoli depositati, i titoli esteri di possesso italiano possono costituire un canale per l'alimentazione

Tav. G 19

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

(miliardi di lire)

Voci	1972	1973	1974	1975	1976
Importo nuove emissioni (1)	2.899	1.270	1.032	6.673	12.538
di cui: assegnato alle aziende di credito	*119*	*49*	*20*	*82*	*162*
collocato presso residenti	*85*	*33*	*8*	*1*	*3*

(1) Limitatamente a quelle cui hanno partecipato le aziende di credito italiane.

di cospicui rientri di capitali nei prossimi anni, ovviamente nell'ipotesi in cui permangano le circostanze sopra richiamate.

Il deflusso da collegare a esportazioni di fondi finanziate attraverso minori apporti valutari di alcune voci dei servizi è diminuito, secondo le consuete stime, da 751 a 607 miliardi.

Prestiti. — I prestiti esteri, privati e pubblici, sono ammontati a 1.042 miliardi, con una riduzione di 101 miliardi rispetto all'anno precedente. I rimborsi, depurati delle operazioni di finanza compensativa per 645 e 282 miliardi, rispettivamente nel 1975 e nel 1976, sono passati da 424 a 682 miliardi. Ne è derivato un afflusso netto di 360 miliardi, contro uno di 719 nell'anno precedente.

Analogamente agli investimenti, i prestiti, che nel passato facevano spesso capo agli stessi residenti operanti sotto copertura estera, hanno risentito della legge n. 159 e hanno fatto registrare una caduta nelle erogazioni e una accelerazione nei rimborsi. Di fatto, le operazioni dello scorso anno hanno assunto una connotazione piú precisa rispetto al passato: esse sono da ricondurre soprattutto a prestiti di importanti società estere a proprie filiazioni in Italia, e di enti internazionali a organismi pubblici e parapubblici italiani.

Le posizioni irregolarmente assunte nel passato con l'interposizione di non residenti e normalizzate per effetto della citata legge, hanno comportato una riduzione dei debiti in essere verso l'estero per oltre 300 miliardi. A fine 1976 l'indebitamento complessivo, per prestiti privati, pubblici e delle autorità monetarie, risultava pari a 16.263

miliardi (tav. G 20) (in questo importo non è compreso l'indebitamento delle aziende di credito, pari a 2.635 miliardi).

Tav. G 20

CONSISTENZA E PIANO DI AMMORTAMENTO DEI PRESTITI ESTERI

(controvalori in miliardi di lire, ai cambi di fine 1976)

Debiti in essere a fine 1976		Piano di ammortamento	
		anni di scadenza	importi
Prestiti privati (1)	7.297	1977	1.585
Prestiti pubblici (1)	2.845	1978	3.986
Debiti delle istituzioni monetarie ufficiali	6.121	1979	1.827
		1980	2.004
		oltre	6.861
		.....	.....
Totale . . .	**16.263**	**Totale . . .**	**16.263**

(1) Compresi quelli compensativi per complessivi 5.960 miliardi.

I prestiti italiani all'estero hanno dato luogo a erogazioni per 544 miliardi e a rimborsi per 227 miliardi, mentre nell'anno precedente si erano registrati, rispettivamente, 279 e 219 miliardi. La quasi totalità delle operazioni sottostanti va riferita a crediti legati alle esportazioni, finanziati dagli istituti di credito speciale. A essi sono da aggiungere quelli della stessa natura finanziati dall'UIC, e pertanto registrati nei movimenti monetari, per 207 miliardi, al netto dei rimborsi. Nel corso dell'anno l'UIC ha notevolmente ridotto l'assunzione di nuovi impegni a intervenire in questo campo: la consistenza di essi in essere a fine 1976, 1.340 miliardi circa, era di poco superiore a quella di fine 1975.

Crediti commerciali. — Nel comparto del medio e lungo termine i crediti alle importazioni hanno fatto registrare un afflusso di 50 miliardi, contro uno di 72 nell'anno precedente. Le incertezze connesse con i tassi di cambio hanno aumentato le difficoltà degli importatori nell'accrescere la quota dei propri debiti denominati in lire, e scoraggiato l'assunzione di impegni di pagamento verso l'estero a lunga scadenza.

I crediti alle esportazioni hanno dato luogo a un saldo positivo di 109 miliardi, contro uno di 164 nell'anno precedente. Questa prevalenza dei rimborsi sulle erogazioni riflette il contenimento, negli anni

piú recenti, del volume degli impegni assicurativi assunti, al netto di quelli scaduti, per forniture di merci e il fatto che gli incassi sono da riferire, oltre che al rimborso delle merci esportate a credito, alla remunerazione di servizi non compresi nelle merci. Il piú elevato *plafond* assicurativo disponibile (2.500 miliardi nel 1975 e nel 1976, oltre a 1.000 miliardi per le operazioni segmentate) è stato utilizzato in parte maggiore per la garanzia di crediti finanziari i quali danno luogo a prestiti, anche nella forma di interventi dell'UIC. Se ai crediti alle esportazioni propriamente detti si aggiungono i prestiti legati, finanziati dagli istituti di credito speciale e dall'UIC, l'evoluzione di essi appare abbastanza concorde all'andamento degli impegni assicurativi assunti dall'INA.

Questi impegni, come è noto, costituiscono la condizione pregiudiziale per il perfezionamento di forniture soprattutto verso i paesi socialisti e quelli in via di sviluppo. In passato, i maggiori squilibri nel sistema statale dei crediti connessi con le esportazioni si sono manifestati nella scarsità di collegamenti tra la fase assicurativa e quella del finanziamento. Questi squilibri, che avevano spesso determinato la necessità di interventi da parte dell'UIC, dovrebbero trovare superamento grazie a una legge recentemente approvata dal Parlamento, la quale prevede lo stanziamento dei fondi necessari per questo tipo di agevolazioni con la stessa legge di bilancio che fissa il *plafond* assicurativo.

A fine 1976 la consistenza dei crediti connessi con le esportazioni, effettivi e potenziali, ammontava a 11.312 miliardi. La struttura delle scadenze annue previste è riportata nella tavola G 21. Questa struttura deve essere considerata abbastanza rigida, in quanto, anche nell'ipotesi in cui venissero raggiunte le necessarie intese con le controparti estere, l'eventuale mobilizzazione dei crediti potrebbe avvenire solo a costi elevati, buona parte di essi essendo denominata in lire. Prospettive piú favorevoli di soluzione del problema della mobilizzazione dei crediti potrebbero invece delinearsi con riferimento alle operazioni da perfezionare nei prossimi anni.

Nel comparto del breve termine, i crediti alle importazioni si sono risolti in un flusso netto positivo di 2.491 miliardi, a fronte di uno di 56 nel 1975. L'afflusso è stato particolarmente intenso nel secondo trimestre e nella parte finale dell'anno, in connessione con l'applicazione, rispettivamente, del deposito vincolato e del diritto speciale sui pagamenti verso l'estero. Dal lato delle esportazioni, sono stati concessi crediti netti all'estero per 1.048 miliardi, contro i 449 del 1975: anche essi si sono concentrati negli ultimi mesi dell'anno.

Tav. G 21

CREDITI E DEBITI A MEDIO E A LUNGO TERMINE CONNESSI AGLI SCAMBI DI MERCI

(situazione a fine 1976 e piano dei rimborsi, in miliardi di lire)

Anni di scadenza	Crediti commerciali (1)		Prestiti legati alle esportazioni (1)		Impegni assicurativi (2)
	importazioni	esportazioni	UIC	Totale	
1977	209	1.398	150	390	611
1978	557	963	220	585	597
1979	74	714	240	685	504
1980	26	517	240	630	382
1981 e oltre	27	1.810	975	3.620	1.025
Totale in essere a fine 1976	893	5.402	1.825	5.910	3.119

Fonte: UIC e INA.

(1) Impegni a fronte di operazioni effettuate o autorizzate da effettuare; dati parzialmente stimati; limitatamente alle operazioni con regolamento posticipato. – (2) Limitatamente ai rischi dei crediti dilazionati. A fine 1976 i crediti non ancora entrati in rischio ammontavano a 3.034 miliardi.

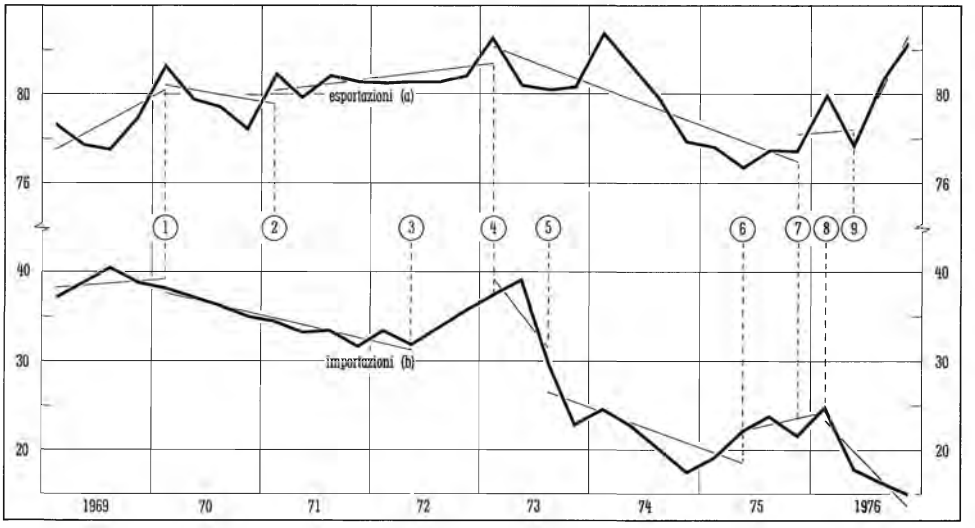
I crediti commerciali a breve appaiono ormai come la componente piú dinamica e di maggior peso nel quadro dei movimenti di capitali dell'Italia. L'esigenza di una gestione di essi in funzione dello stato delle riserve valutarie è stata particolarmente sentita negli ultimi anni, come è testimoniato dai numerosi provvedimenti amministrativi con i quali sono stati variati i termini entro i quali possono essere regolati gli scambi di merci senza autorizzazione. Di recente si è agito anche sulle modalità di regolamento, disponendo la copertura dei regolamenti anticipati delle importazioni e di parte di quelli posticipati delle esportazioni con finanziamenti bancari in valuta.

Dato il volume raggiunto dall'interscambio, si comprende come lo spostamento anche di pochi punti percentuali nella composizione dei regolamenti tra anticipati, contestuali e posticipati rispetto al totale possa riflettere ingenti flussi di capitale a breve.

Dal 1969 a oggi i termini e le modalità dei regolamenti sono stati modificati molto frequentemente. Nel febbraio del 1970 il termine dei regolamenti anticipati delle importazioni e quello dei regolamenti posticipati delle esportazioni furono ridotti da 360 a 30 e 120 giorni rispettivamente. Nel gennaio del 1971 il termine dei regolamenti posticipati delle esportazioni fu riportato a 360 giorni; quello dei regolamenti anticipati delle importazioni fu portato a 90 giorni nel maggio del 1972, per essere ricondotto a 30 giorni nel gennaio del 1973 (90 giorni per gli incassi posticipati). Nel luglio del 1973 fu introdotto l'obbligo di finanziare in valuta i regolamenti anticipati delle importazioni, e quindi revocato nel maggio

del 1975. Nel dicembre del 1975 il termine dei regolamenti anticipati delle importazioni e quello dei regolamenti posticipati delle esportazioni fu portato rispettivamente a 60 e 120 giorni. Si sono prodotti effetti quasi sempre nella direzione stabilita dai provvedimenti, come appare dall'andamento delle quote dei vari tipi di regolamento sul totale (fig. G 9).

Fig. G 9



Regolamenti anticipati delle importazioni e posticipati delle esportazioni

(quote percentuali riferite ai regolamenti complessivi, medie trimestrali)

(a) Quota dei regolamenti posticipati delle esportazioni.

(b) Quota dei regolamenti anticipati delle importazioni.

(1) Febbraio 1970: termine dei regolamenti posticipati delle esportazioni da 360 a 120 giorni; termine dei regolamenti anticipati delle importazioni da 360 a 30 giorni. – (2) Gennaio 1971: termine dei regolamenti posticipati delle esportazioni da 120 a 360 giorni. – (3) Maggio 1972: termine dei regolamenti anticipati delle importazioni da 30 a 90 giorni. – (4) Gennaio 1973: termine dei regolamenti posticipati delle esportazioni da 360 a 90 giorni; termine dei regolamenti anticipati delle importazioni da 90 a 30 giorni. – (5) Luglio 1973: obbligo finanziamento in valuta dei regolamenti anticipati delle importazioni. – (6) Maggio 1975: revoca obbligo finanziamento in valuta dei regolamenti anticipati delle importazioni. – (7) Dicembre 1975: termine regolamenti posticipati delle esportazioni da 90 a 120 giorni; termine regolamenti anticipati delle importazioni da 30 a 60 giorni. – (8) Marzo 1976: ripristino obbligo finanziamento in valuta dei regolamenti anticipati delle importazioni. – (9) Maggio 1976: obbligo finanziamento in valuta del 30 per cento (elevato al 50 per cento in ottobre) dei crediti a breve in valuta alle esportazioni.

Nel marzo dell'anno in esame è stato ripristinato l'obbligo di finanziare in valuta i pagamenti anticipati delle importazioni; nel maggio è stato anche introdotto l'obbligo di finanziare in valuta il 30 per cento (elevato al 50 nel successivo mese di ottobre) dei crediti a breve in valuta alle esportazioni. Dati i vantaggi che si sono presentati nel 1976 in termini di differenziali nei tassi di interesse, gli esportatori hanno ridotto la quota degli incassi posticipati in lire e chiesto, ottenendoli, finanziamenti in valuta alle banche in una misura maggiore di quella obbligatoria prevista. Di conseguenza, la consistenza media dei crediti netti verso l'estero si è ridotta. Dalla figura G 9 appare come

la quota sul totale dei pagamenti anticipati delle importazioni e quella degli incassi posticipati delle esportazioni abbiano presentato pronunciate tendenze, rispettivamente, a decrescere e ad aumentare proprio dopo questi provvedimenti. Inoltre, è stata limitata la libertà di azione degli operatori commerciali, essendosi ridotta la disponibilità per coperture dei rischi di cambio sul mercato a termine per effetto dei provvedimenti, descritti in seguito, relativi al massimale « pronti contro termine ».

Tav. G 22

GARANZIE ASSICURATIVE CONCESSE PER ESPORTAZIONI DI MERCI (1)

(consistenze in migliaia di miliardi di lire)

Voci	1972	1973	1974	1975	1976
Importo operazioni	3,7	4,0	4,7	6,2	7,3
Impegni: assunti	3,1	3,3	3,6	5,3	6,4
in essere	1,6	1,6	1,8	3,0	3,7

Fonte: ICE.
(1) Compresa la quota interessi.

D'altra parte, a mano a mano che i termini dei regolamenti sono stati accorciati e sono state imposte condizioni di finanziamento piú restrittive, lo spazio di manovra per le autorità valutarie si è ridotto. Le prospettive di ulteriori limitazioni della durata e delle modalità di finanziamento dei crediti commerciali appaiono nel complesso di limitato rilievo, sul piano della consistenza degli effetti che potrebbero sortirne. Anche se difficili da conseguire, risultati migliori dal punto di vista della bilancia dei pagamenti e dell'equilibrio sul mercato dei cambi potrebbero derivare dalla corrispondenza programmata dei debiti e dei crediti per scadenza mensile, compatibilmente con gli usi commerciali.

I movimenti monetari.

La posizione sull'estero della Banca d'Italia e dell'UIC. — L'afflusso dall'estero di fondi bancari a breve termine (2.134 miliardi di lire) ha consentito nell'anno in esame non solo l'integrale copertura del disavanzo autonomo della bilancia dei pagamenti, ma anche di rimborsare i prestiti in scadenza contratti negli anni precedenti sui mercati

Tav. G 23

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

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

Voci	Dicembre			Marzo 1977 (1)
	1974	1975	1976	
Banca d'Italia-UIC				
Oro (2)	1.804,3	1.804,3	8.155,4	9.035,5
Diritti speciali di prelievo (3)	143,7	66,4	79,7	83,3
Valute convertibili	2.068,3	826,4	2.740,6	2.562,3
di cui: dollari USA	1.636,1	448,1	2.244,9	2.084,6
Totale riserve ufficiali lorde	4.016,3	2.697,1	10.975,7	11.681,1
Passività a breve termine	−45,5	−27,7	−94,6	−204,8
Totale riserve ufficiali nette	3.970,8	2.669,4	10.881,1	11.476,3
Posizione a medio e lungo termine				
Titoli esteri in valuta e in lire	176,6	359,6	602,2	672,9
Titoli italiani in valuta	120,2	107,8	114,5	115,0
Conti consolidati	30,6	30,2	27,6	27,9
Conto diritti speciali di prelievo	−252,8	−254,5	−323,3	−327,1
Conti con FMI	−1.093,3	−1.964,7	−2.496,1	−2.527,5
accordo stand-by	−556,6	−800,2	−1.016,6	−1.028,6
oil facility	−536,7	−1.164,5	−1.479,5	−1.498,9
Altri conti (CEE, Bundesbank)	−2.524,5	−2.315,3	−3.627,1	−3.767,1
Totale	−3.543,2	−4.036,9	−5.702,2	−5.805,9
SALDO BANCA D'ITALIA-UIC	**427,6**	**−1.367,5**	**5.178,9**	**5.670,4**
Aziende di credito				
Attività	9.070,8	11.138,0	12.136,5	
Passività	9.927,3	11.638,2	14.771,1	
SALDO AZIENDE DI CREDITO	**−856,5**	**−500,2**	**−2.634,6**	**−3.930,3**

(1) Dati provvisori. – (2) Le riserve auree, dal 31 dicembre 1976, sono valutate a un prezzo desunto dal mercato; in precedenza l'oro era valutato sulla base della parità di lire 703.297,396 per chilogrammo di fino, corrispondente ad un prezzo dell'oro di 35 dollari per oncia e ad un tasso di cambio di 625 lire per dollaro. Per effetto dei nuovi criteri di calcolo alla fine del 1976 l'oro risulta rivalutato di 6.351,1 miliardi e i titoli con garanzia aurea di 0,6 miliardi; alla fine di marzo 1977, la rivalutazione delle riserve auree è stata di 859,0 miliardi. – (3) I diritti speciali di prelievo sono calcolati sulla base della parità aurea fino al 28 giugno 1974; successivamente, venuta meno la garanzia aurea, sulla base del tasso di mercato DSP-dollaro e dollaro-lira dell'ultimo giorno non festivo del periodo considerato.

internazionali e di migliorare la posizione netta sull'estero della Banca d'Italia-UIC (194 miliardi, al netto della rivalutazione delle riserve auree). Gli aggiustamenti di cambio sono stati pari a 912 miliardi (tavv. G 23 e G 24).

Tav. G 24

SALDO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E SUA CONTROPARTITA FINANZIARIA

(miliardi di lire)

Voci	1976				
	trimestri				Anno
	I	II	III	IV	
Partite correnti	−1.124	−1.198	698	−716	−2.340
Movimenti di capitali: compensativi	−91	−15	−112	−64	−282
altri	−30	361	214	1.129	1.674
Errori e omissioni	−150	−156	−171	397	−80
SALDO AUTONOMO (1)	−1.304	−993	741	810	−746
SALDO GLOBALE	**−1.395**	**−1.008**	**629**	**746**	**−1.028**
finanziato da:					
Posizione sull'estero della Banca d'Italia-UIC (2)	−1.794	−157	592	1.553	194
oro	—	—	—	6.351	6.351
diritti speciali di prelievo	−22	28	4	3	13
valute convertibili	320	270	−104	1.428	1.914
passività a breve	−402	−50	419	−34	−67
posizione a medio e a lungo termine	−1.690	−405	273	157	−1.665
rivalutazione disponibilità oro	—	—	—	−6.352	−6.352
Posizione sull'estero delle aziende di credito (2)	−317	−804	−101	−912	−2.134
Aggiustamenti di cambio	716	−47	138	105	912

(1) Al netto delle operazioni di finanza compensativa. — (2) Il segno meno indica riduzione di attività nette o aumento di passività nette.

I movimenti monetari dell'anno risentono in misura notevole degli effetti distorsivi connessi al deprezzamento del cambio. I dati riferiti alla fine del 1976 risultano aumentati del 28 per cento rispetto all'anno precedente per il solo effetto contabile del mutato rapporto tra la lira e il dollaro. Essendo le passività sull'estero della Banca d'Italia-UIC superiori al complesso delle attività, il miglioramento della posizione netta registrato nell'anno appare, nella contabilizzazione in lire, di gran lunga inferiore a quello che risulta dai dati espressi in dollari (rispettivamente 194 miliardi di lire e 1.237 milioni di dollari). Di tali sfasamenti contabili si tiene conto nei movimenti monetari della bilancia dei pagamenti mediante una posta rettificativa, denominata « aggiustamenti di cambio » (tav. aG 23).

Il valore delle riserve ufficiali risulta inoltre influenzato dal nuovo sistema di valutazione dell'oro monetario. Mentre il decreto del 28 gennaio 1960 fissava in 703,297396 lire il prezzo di un grammo di oro fino, le nuove norme stabiliscono che le disponibilità ufficiali del metallo vengano valutate, a partire dal 31 dicembre 1976, a un prezzo desunto dal mercato. In particolare, il decreto ministeriale del 30 dicembre 1976 stabilisce che il computo delle riserve auree venga effettuato ogni tre mesi a un prezzo ottenuto sulla base della media

delle quotazioni dell'oro in dollari USA, rilevate sulla piazza di Londra nel pomeriggio dei 30 giorni lavorativi precedenti gli ultimi tre giorni lavorativi del mese in cui avviene la rivalutazione. Su tale media si applica uno scarto cautelativo del 15 per cento. La conversione in lire avviene poi al tasso di cambio ufficiale dell'ultimo giorno lavorativo del trimestre di riferimento. Per effetto dei nuovi criteri di calcolo, le riserve auree, a fine 1976, sono state rivalutate di 6.352 miliardi di lire.

I dati annui dei movimenti monetari della bilancia dei pagamenti sono la risultante di opposti andamenti nel corso dell'anno (tav. G 24). Nella prima metà del 1976, il disavanzo esterno era finanziato ricorrendo a linee di credito con organismi internazionali (1 miliardo di dollari con la CEE) e banche centrali (500 milioni di dollari con la Bundesbank e altrettanti con la Federal Reserve). Queste operazioni e il crescente indebitamento estero del sistema bancario consentivano di finanziare gli interventi a sostegno sul mercato dei cambi e di consolidare altresí il livello delle riserve valutarie.

Nel terzo trimestre, la piú favorevole evoluzione della bilancia dei pagamenti determinava, soprattutto in luglio e agosto, l'accumulo di ingenti disponibilità valutarie, in parte utilizzate per ridurre il debito estero del nostro paese. Oltre al rimborso di prestiti in scadenza contratti sul mercato, veniva estinta l'operazione *swap* con la Federal Reserve di 500 milioni di dollari; un importo analogo era restituito alla Bundesbank in settembre, in occasione del rinnovo dell'accordo di prestito concesso nella forma di un deposito incrociato di dollari contro oro. Essendo calata la quotazione del metallo sui mercati internazionali, il pieno utilizzo della linea di credito (2 miliardi di dollari) avrebbe richiesto un corrispondente adeguamento del deposito aureo.

Nella seconda metà di settembre, l'apparire di nuove tensioni sul mercato dei cambi richiedeva interventi a sostegno di rilevante ampiezza, che portavano a fine mese il livello delle attività liquide in valuta a 1,5 miliardi di dollari. Il ricorso a provvedimenti di emergenza (diritto speciale sugli acquisti di valuta) e a politiche piú incisive di controllo della domanda faceva sí che nel quarto trimestre si allentassero le pressioni contro la lira. Il largo afflusso dall'estero di fondi bancari a breve termine, il rimpatrio di capitali ai sensi dei provvedimenti legislativi di sanatoria e la favorevole evoluzione dei crediti commerciali consentivano, pur in presenza di un deterioramento congiunturale delle partite correnti, un rafforzamento della posizione in valuta del nostro paese: il volume delle riserve ufficiali raddoppiava nel trimestre, portandosi a fine anno a 3,1 miliardi di dollari. Il rimborso, in dicem-

bre, della quota del sostegno monetario a breve termine concessa dal Regno Unito (486 milioni di dollari) era in parte finanziato (236 milioni) dal primo adeguamento trimestrale, a opera della Bundesbank, del deposito in dollari all'accresciuto valore dello *stock* aureo concesso a garanzia.

Tav. G 25

INDEBITAMENTO DELLE ISTITUZIONI MONETARIE, PRESTITI COMPENSATIVI E ATTIVITA' UFFICIALI SULL'ESTERO

(milioni di dollari)

Voci	1973 dic.	1974 dic.	1975 dic.	1976 giu.	1976 dic.	1977 marzo
PASSIVITA'						
Istituzioni monetarie	*1.016*	*6.957*	*7.035*	*10.227*	*10.115*	*11.745*
Banca d'Italia-UIC	389	5.638	6.303	8.298	7.104	7.316
Passività a breve	389	70	41	602	108	220
Passività a medio e a lungo termine	–	5.568	6.262	7.696	6.996	7.096
CEE	–	1.885	1.885	2.882	2.407	2.406
FMI: stand-by	–	857	1.171	1.146	1.162	1.161
oil facility	–	826	1.706	1.668	1.691	1.689
Bundesbank	–	2.000	1.500	2.000	1.736	1.840
Aziende di credito (passivo netto verso l'estero)	627	1.319	732	1.929	3.011	4.429
Istituzioni non monetarie						
Passività a medio termine (prestiti compensativi)	6.063	8.120	7.146	7.018	6.811	6.761
TOTALE PASSIVITA'	7.079	15.077	14.181	17.245	16.926	18.506
ATTIVITA'						
Oro (1)	7.869	13.073	9.832	8.677	9.320	10.183
Diritti speciali di prelievo	414	221	97	86	91	94
Posizione sul FMI	359	–	–	–	–	–
Valute convertibili	2.181	3.187	1.209	1.685	3.132	2.888
TOTALE ATTIVITA'	10.823	16.481	11.138	10.448	12.543	13.165

(1) Il prezzo di valutazione dell'oro è quello rilevato sulla piazza di Londra alla fine del mese indicato, meno uno scarto cautelativo del 15 per cento. Per il dicembre 1976 ed il marzo 1977, la quotazione, sempre derivata dal mercato, è quella ufficialmente adottata per il calcolo delle riserve auree italiane.

La riserva aurea, la cui consistenza è rimasta invariata negli ultimi anni (82.481.731 once di fino, pari a 2.565,469 tonnellate), ha presentato un incremento marginale nel gennaio 1977 (213.960 once),

per effetto del programma di restituzione graduale ai paesi membri di una quota delle riserve auree del FMI.

Nei primi mesi del 1977, l'ulteriore indebitamento sull'estero del settore bancario, l'introito di valuta in connessione sia al perfezionamento dell'operazione finanziaria tra il governo libico e la FIAT, sia al secondo adeguamento del deposito in dollari della Bundesbank alla quotazione dell'oro sui mercati, hanno alleggerito la pressione sulle riserve ufficiali derivante, specie in marzo, dal rimborso di crediti commerciali, oltreché dalla sfavorevole stagionalità.

La concessione, da parte del FMI, di un credito *stand-by* di 530 milioni di dollari e la reintegrazione della quota del sostegno comunitario rimborsata al Regno Unito (486 milioni di dollari) costituiscono, al presente, le sole linee di credito ufficiali attivabili in tempi relativamente brevi.

Il debito estero dell'Italia è salito a fine anno a circa 17 miliardi di dollari (tav. G 25). L'ampliamento di quasi 3 miliardi registrato nell'anno riflette solo per un terzo il deterioramento effettivo della posizione esterna del nostro paese, trovando riscontro per due terzi in un maggior volume di attività liquide in valuta. Nel primo trimestre del 1977, si è avuto un ulteriore aumento del debito estero (1,6 miliardi di dollari), soprattutto nella forma di maggiori passività nette sull'estero del settore bancario. Negli ultimi due anni è mutata l'importanza delle varie categorie di indebitamento: essendo divenuta piú difficile per gli operatori italiani la possibilità di accedere all'euromercato dalla metà del 1974, la quota dei prestiti compensativi si è progressivamente ridotta a favore, soprattutto, di quella costituita dall'indebitamento netto delle banche.

La posizione netta sull'estero delle aziende di credito. — L'indebitamento netto sull'estero delle aziende di credito si è fortemente accresciuto nel 1976, passando nei dodici mesi da 500 a 2.634 miliardi. L'evoluzione in corso d'anno ha riflesso da vicino l'effetto dei numerosi provvedimenti valutari e creditizi, con i quali le autorità monetarie si sono proposte di alleggerire le tensioni sul mercato dei cambi. La sospensione degli interventi all'inizio dell'anno favoriva l'allargamento della posizione debitoria sull'estero delle banche: l'eccesso della

domanda di valuta, per la parte non assorbita dal deprezzamento della lira, era finanziato dall'afflusso di capitali bancari. In marzo veniva reintrodotto l'obbligo di finanziare in valuta, in misura integrale, i pagamenti anticipati di importazioni, stimolati nei primi mesi dell'anno da aspettative di deprezzamento della lira. Tale provvedimento, pur addossando all'operatore interno il rischio di cambio, determinava in aprile una rapida crescita degli impieghi in valuta concessi a questo titolo; successivamente l'ammontare di queste operazioni si riduceva, per stabilizzarsi nel corso dell'anno intorno a 1.000 miliardi (tav. G 26). Il

Tav. G 26

FINANZIAMENTI IN VALUTA A RESIDENTI E POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO DELLE BANCHE

(miliardi di lire)

mesi	Finanziamenti in valuta a clientela residente				Posizione netta sull'estero delle banche
	all'esportazione	all'importazione	altri	Totale	
1975 - dicembre	177,6	599,4	214,7	991,7	−500,2
1976 - gennaio	160,7	619,1	207,0	986,8	−358,6
febbraio	189,8	749,4	260,1	1.199,3	−621,5
marzo	227,9	866,7	252,2	1.346,8	−817,6
aprile	244,4	1.225,0	237,3	1.706,7	−1.163,3
maggio	365,4	973,2	234,4	1.573,0	−1.258,1
giugno	617,3	937,8	254,2	1.809,3	−1.621,4
luglio	881,1	1.055,0	367,2	2.303,3	−1.891,3
agosto	932,6	1.101,6	395,4	2.429,6	−1.764,3
settembre	1.048,5	1.078,8	360,3	2.487,6	−1.722,4
ottobre	1.272,6	928,7	381,4	2.582,7	−2.125,3
novembre	1.527,0	1.058,1	426,6	3.011,7	−2.718,0
dicembre	1.746,2	1.050,7	345,8	3.142,7	−2.634,6

volume delle coperture a termine a fronte di finanziamenti in valuta all'importazione si manteneva modesto: da un massimo di 150 miliardi in marzo, si riduceva a livelli trascurabili negli ultimi mesi del 1976, a causa dei provvedimenti di riduzione del massimale « pronti contro termine » (cioè del limite operativo, fissato per ogni banca, all'assunzione di impegni a consegnare o ricevere lire a termine non incrociati da analoghe operazioni di segno opposto). Anche dal lato dei crediti all'esportazione a breve termine veniva introdotto in maggio l'obbligo del finanziamento bancario in valuta (nella misura del 30 per cento), al fine di far acquisire immediatamente alle riserve ufficiali una

Tav. G 27

POSIZIONE SULL'ESTERO DELLE AZIENDE DI CREDITO DI ALCUNI PAESI

(dati di fine anno in milioni di dollari)

Paesi	CONSISTENZE				VARIAZIONI	
	1973	1974	1975	1976	1973/1976	1975/1976
Italia						
attività	25.340	13.967	16.294	13.870	−11.470	−2.424
passività	26.032	15.264	17.003	16.881	−9.151	−122
saldo	*−692*	*−1.297*	*−709*	*−3.011*	*−2.319*	*−2.302*
Belgio-Lussemburgo						
attività	25.533	33.855	40.787	51.860	26.327	11.073
passività	25.523	33.778	40.508	50.879	25.356	10.371
saldo	*10*	*77*	*279*	*981*	*971*	*702*
Francia						
attività	30.203	33.789	40.441	50.688	20.485	10.247
passività	31.842	36.189	41.454	52.517	20.675	11.063
saldo	*−1.639*	*−2.400*	*−1.013*	*−1.829*	*−190*	*−816*
Paesi Bassi						
attività	11.975	15.830	20.123	25.385	13.410	5.262
passività	10.828	14.367	17.484	22.613	11.785	5.129
saldo	*1.147*	*1.463*	*2.639*	*2.772*	*1.625*	*133*
Regno Unito						
attività	91.509	112.414	124.847	148.008	56.499	23.161
passività	98.095	120.792	133.407	155.028	56.933	21.621
saldo	*−6.586*	*−8.378*	*−8.560*	*−7.020*	*−434*	*1.540*
Germania federale						
attività	14.832	22.563	31.303	40.228	25.396	8.925
passività	15.737	18.927	22.612	31.104	15.367	8.492
saldo	*−905*	*3.636*	*8.691*	*9.124*	*10.029*	*433*
Svizzera						
attività	29.004	40.221	46.037	53.251	24.247	7.214
passività	25.366	34.423	36.586	43.727	18.361	7.141
saldo	*3.638*	*5.798*	*9.451*	*9.524*	*5.886*	*73*
Svezia						
attività	1.988	2.822	3.059	3.496	1.508	437
passività	1.364	1.730	2.327	2.962	1.598	635
saldo	*624*	*1.092*	*732*	*534*	*−90*	*−198*
TOTALE						
attività	230.384	275.461	322.891	386.786	156.402	63.895
passività	234.787	275.470	311.381	375.711	140.924	64.330
saldo	*−4.403*	*−9*	*11.510*	*11.075*	*15.478*	*−435*
Quota di mercato dell'Italia						
attività	11,0	5,1	5,0	3,6	–	–
passività	11,1	5,5	5,5	4,5	–	–

Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.

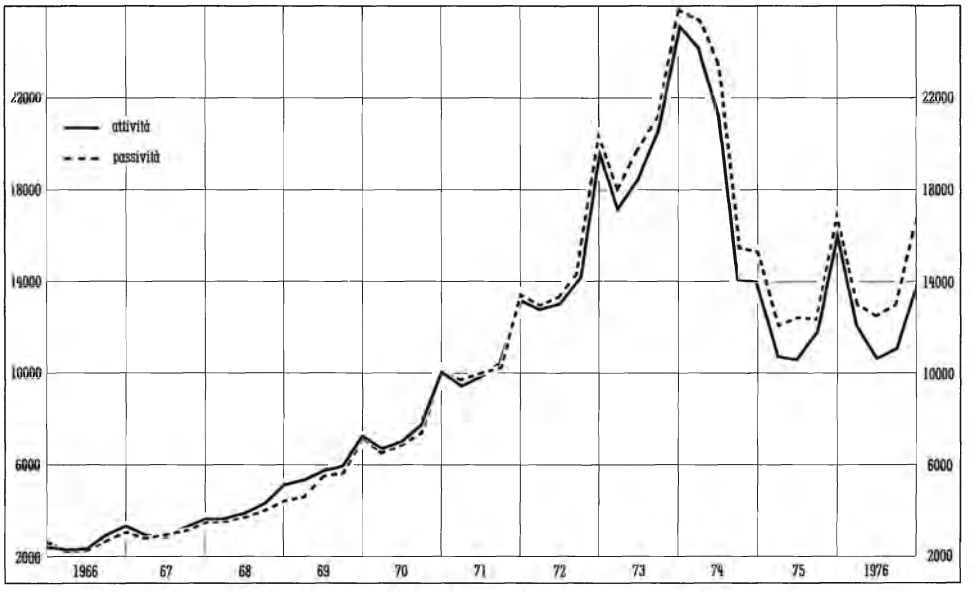
quota dei futuri incassi. Quest'ultimo provvedimento, la cui portata era accresciuta in ottobre elevando la quota dal 30 al 50 per cento, determinava tra maggio e dicembre un incremento di 1.500 miliardi degli impieghi in valuta all'esportazione. Di un importo pressoché uguale peggiorava nello stesso periodo il saldo debitore sull'estero del sistema bancario (tav. G 26).

La raccolta all'estero di fondi bancari, particolarmente elevata nel secondo e quarto trimestre, subiva nel terzo una pausa di natura essenzialmente stagionale (tav. aG 24). Nei mesi estivi, infatti, le ridotte occorrenze valutarie delle imprese dovute al rallentamento della produzione e delle importazioni, in presenza di un eccesso stagionale dell'offerta sul mercato dei cambi, determinano normalmente un minor ricorso degli operatori al credito in valuta e, di riflesso, un miglioramento nella posizione netta sull'estero delle banche.

Nell'ultimo trimestre del 1976, l'ulteriore allargamento delle passività nette sull'estero delle banche è da collegarsi non soltanto ai ricordati provvedimenti sulle modalità di finanziamento dei crediti commerciali, ma anche all'effetto delle altre misure creditizie e valutarie (*plafond* allo sviluppo degli impieghi in lire, riduzione del 50 per cento delle disponibilità in valuta detenute nei conti autorizzati e del massimale « pronti contro termine »). Nei primi mesi del 1977 è continuata la tendenza rilevata l'anno precedente: a fine marzo l'indebitamento netto sull'estero del sistema bancario ha raggiunto 3.930 miliardi.

L'attività di intermediazione delle banche italiane sui mercati internazionali ha subíto, soprattutto nella prima parte del 1976, un ulteriore ridimensionamento (tav. G 27 e fig. G 10). Da un livello di 33,3 miliardi di dollari alla fine del 1975, il volume delle transazioni, attive e passive, poste in essere dalle banche con clientela non residente, è sceso alla fine del 1976 a 30,7 miliardi di dollari. Poiché nello stesso periodo l'attività di intermediazione sull'euromercato si è ulteriormente accresciuta nel suo complesso, la quota di mercato delle eurobanche italiane, che aveva raggiunto un massimo dell' 11 per cento nel 1973, ha presentato una contrazione ancora piú netta, passando dal 5,3 per cento alla fine del 1975 al 4 per cento attuale. Nella prima metà del 1976, a causa della caduta dei livelli lordi di intermediazione, le banche hanno potuto soddisfare la crescente domanda di finanziamenti in valuta, liquidando le attività sull'estero in misura superiore a quanto richiesto dal ritiro dei depositi dei non residenti. Negli ultimi mesi del 1976,

Fig. G 10



Attività e passività sull'estero delle aziende di credito
(consistenze di fine trimestre in milioni di dollari)

ristabilitosi un clima di maggior fiducia nei confronti della nostra economia, le banche hanno potuto di nuovo incrementare la raccolta sui mercati esteri, destinandone una quota agli usi interni.

L'attività di intermediazione svolta nell'anno dalle eurobanche italiane è avvenuta quasi totalmente in dollari, marchi tedeschi, franchi svizzeri (tav. aG 18). Limitatamente al mercato dell'eurodollaro, si è rilevato un incremento della raccolta, oltre che nel Regno Unito, principale centro di intermediazione di quel mercato, nei paesi in via di sviluppo e in quelli dell'area socialista (tav. aG 19). L'apertura di linee di credito in dollari, in relazione alle forniture di impianti e all'esecuzione di lavori all'estero da parte di imprese italiane, ha accresciuto la presenza del nostro sistema bancario su quei mercati: dal 1974 al 1976 i depositi di non residenti appartenenti all'area socialista sono passati da 66 a 726 miliardi di lire, quelli del Medio Oriente da 229 a 445 miliardi.

Il cambio della lira a pronti e a termine. — Nel 1976 la perdita del potere d'acquisto esterno della lira è risultata, su base annua, la piú elevata dall'inizio della fluttuazione. Il tasso medio di deprezzamento della moneta, ponderato sulla base della distribuzione geografica del

commercio con l'estero del 1974, è stato del 16,5 per cento nella media del 1976 rispetto al 1975; in corso d'anno il valore esterno della lira si è ridotto di circa il 20 per cento (tav. G 28).

Tav. G 28

TASSO MEDIO PONDERATO DI DEPREZZAMENTO DELLA LIRA (1) RISPETTO ALLE QUOTAZIONI DEL 9 FEBBRAIO 1973

(medie mensili del tasso giornaliero)

Mesi	Ponderazione: distribuzione geografica del commercio con l'estero rilevato nel 1972			nel 1974		
	1973	1974	1975	1975	1976	1977
Gennaio	–	−12,9	−21,8	−20,4	−22,7	−37,1
Febbraio	−1,9	−15,8	−21,9	−20,4	−29,4	−37,1
Marzo	−5,6	−15,4	−21,6	−20,1	−33,5	−37,4
Aprile	−7,7	−16,4	−21,0	−19,6	−37,3	−37,7
Maggio	−8,7	−17,0	−20,8	−19,2	−35,2	
Giugno	−13,4	−18,3	−20,7	−19,1	−34,2	
Luglio	−14,7	−17,9	−20,8	−19,4	−33,1	
Agosto	−11,4	−18,3	−21,0	−19,8	−33,3	
Settembre	−9,8	−18,5	−21,2	−20,0	−34,0	
Ottobre	−10,5	−20,2	−21,7	−20,5	−34,6	
Novembre	−11,2	−21,3	−21,7	−20,5	−35,5	
Dicembre	−11,5	−21,7	−21,5	−20,4	−36,1	
ANNO ...	−8,9	−17,8	−21,3	−20,0	−33,2	

(1) Media aritmetica semplice di due tassi di deprezzamento della lira nei confronti delle 15 valute di conto valutario, ponderati rispettivamente con le quote delle esportazioni ed importazioni.

Il deprezzamento della lira è avvenuto interamente nel primo quadrimestre dell'anno. L'insieme di provvedimenti creditizi e valutari adottati nel periodo di sospensione delle quotazioni ufficiali della lira non riusciva ad attenuare le pressioni speculative sul tasso di cambio alla riapertura del mercato. Nei mesi di marzo e aprile l'allargamento dello squilibrio valutario richiedeva interventi a sostegno per un miliardo di dollari, pari all'intero importo del prestito comunitario negoziato nel periodo. Solo il ricorso a provvedimenti piú incisivi, quali il deposito infruttifero sugli acquisti di valuta e l'obbligo del finanziamento in valuta dei crediti commerciali, unitamente all'inasprimento delle restrizioni monetarie e creditizie, riusciva ad evitare che il deprezzamento proseguisse, nonostante la ricostituzione di una soddisfacente posizione competitiva (fig. G 11).

Nei mesi di luglio e agosto l'operare dei provvedimenti sopra descritti (soprattutto dal lato dei crediti commerciali), la favorevole stagionalità dei servizi e gli effetti sull'interscambio del rallentamento congiunturale manifestatosi nei mesi centrali dell'anno, creavano le condizioni di un ampio prevalere dell'offerta sul mercato dei cambi. Gli interventi in acquisto per circa 1,5 miliardi di dollari, oltre a permettere la ricostituzione di un adeguato livello di riserve, consentivano alle autorità monetarie di evitare un eccessivo apprezzamento della lira.

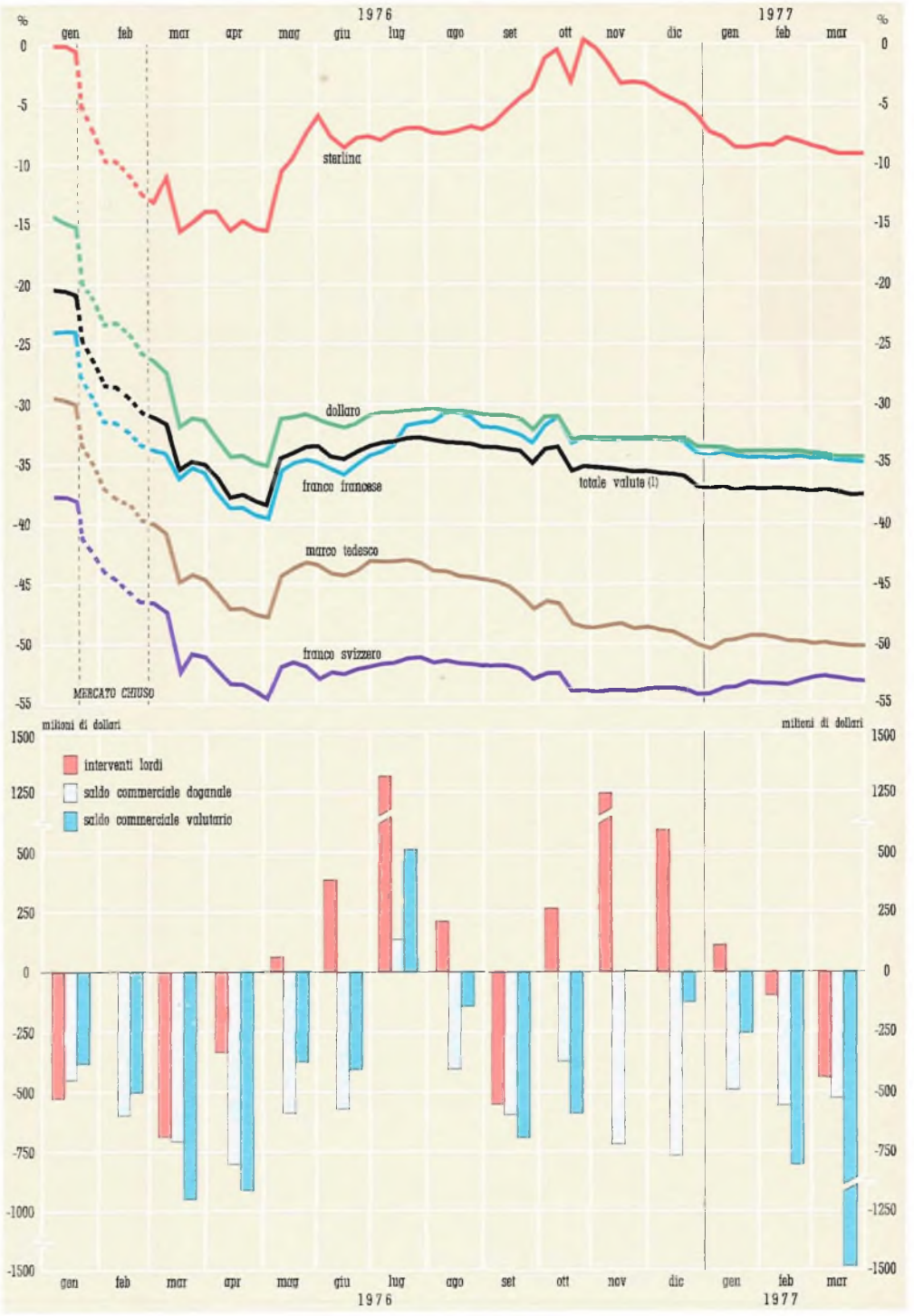
Il ricupero del cambio era molto piú accentuato nei confronti della sterlina, la cui quotazione rispetto al dollaro toccava dei minimi storici, a causa degli squilibri che derivavano alla gestione valutaria di quel paese dalla conversione dei saldi liquidi in sterline. La ripresa della lira era notevole anche rispetto al franco francese, il cui cedimento nel corso dell'estate veniva interrotto solo in settembre, grazie alla maggiore incisività delle politiche di controllo della domanda e dell'inflazione. Il continuo movimento al rialzo del franco svizzero sui principali mercati valutari subiva nell'estate una temporanea inversione di tendenza, a causa degli sforzi delle autorità monetarie di quel paese volti ad evitare un eccessivo apprezzamento della moneta nazionale, per i riflessi negativi sulla competitività esterna.

All'inizio dell'autunno, l'accendersi di una nuova crisi valutaria internazionale, che coinvolgeva le principali monete, aveva immediate ripercussioni sul valore esterno della lira (tav. G 28). Per contenerne la caduta, veniva attuato un programma di politica economica, articolato in provvedimenti fiscali, creditizi e valutari, che riusciva in tempi brevi ad invertire la tendenza sul mercato dei cambi. Particolarmente efficace, al riguardo, si è rivelato il provvedimento che ha istituito un'imposta temporanea sugli acquisti di valuta (nella misura del 10 per cento nelle prime due settimane di ottobre e del 7 per cento dal 25 ottobre). Il maggior costo della valuta dovuto all'onere dell'imposta, assimilabile per molti versi a una svalutazione del cambio (ma, a differenza di questa, con caratteri di unilateralità e di reversibilità), ha spinto gli operatori a rinviare i pagamenti. Per effetto di tali oneri, negli ultimi mesi del 1976 il costo effettivo del dollaro, da una quotazione base di 860-870 lire, saliva a oltre 940 lire (fig. G 12). Il rallentamento della domanda di valuta osservato nel periodo consentiva di contenere il deprezzamento del tasso di cambio, passato dal 34,6 per cento in ottobre al 36,1 per cento in dicembre (con riferimento alle quotazioni del 9 febbraio 1973).

Il cedimento della lira, sia pure contenuto, nell'ultimo trimestre del 1976 è avvenuto in presenza di un ampio prevalere dell'offerta sul mercato valutario.

TASSO DI DEPREZZAMENTO DELLA LIRA, SALDO COMMERCIALE E INTERVENTI A SOSTEGNO (1)

(per il tasso di variazione del cambio: medie settimanali; per le merci e gli interventi: dati mensili in milioni di dollari)



(1) Il tasso di deprezzamento della lira calcolato rispetto alle quotazioni del 9 febbraio 1973, è riferito a singole valute e al totale delle quindici monete di conto valutario ordinario. Per queste ultime, la variazione del cambio della lira è stata ponderata sulla base della distribuzione geografica del commercio estero dell'Italia del 1974.

Un tale andamento del tasso di cambio, apparentemente contradditorio, può essere interpretato considerando sia la politica d'interventi seguita dalle autorità monetarie, sia l'andamento di alcune particolari monete. Per quanto riguarda il primo punto, il controllo rigido del cambio nei confronti del dollaro ha permesso di acquisire interamente alle riserve ufficiali l'eccesso di offerta sul mercato (2 miliardi di dollari), anche allo scopo di costituire delle scorte valutarie con cui far fronte al previsto rovesciamento di tendenza nel 1977 nel flusso dei crediti commerciali. La stabilità della quotazione della lira nei confronti della valuta americana non ha impedito alla nostra moneta di deprezzarsi nei confronti di quelle valute che hanno presentato una decisa tendenza al rialzo. Si fa riferimento, in particolare, al marco tedesco, il cui forte apprezzamento nei confronti del dollaro ha riflesso le attese degli operatori di una sua rivalutazione all'interno del « serpente » comunitario (avvenuta ufficialmente il 18 ottobre). Sul deprezzamento globale della lira ha influito anche il deciso ricupero della sterlina, a partire dal mese di novembre, che ha riflesso la fermezza del governo inglese nel perseguire politiche di stabilizzazione dell'economia, nel quadro delle trattative per l'ottenimento di linee di credito con organismi finanziari internazionali.

Nei primi mesi del 1977, il valore esterno della lira ha presentato una maggiore stabilità, nonostante il disavanzo della bilancia dei pagamenti. Il controllo del tasso di cambio è stato ispirato dalla necessità di ridurre le tensioni inflazionistiche all'interno del sistema derivanti dalle oscillazioni della moneta. Sotto questo profilo, la stabilità esterna della lira nella prima parte del 1977 e l'abolizione dei provvedimenti di protezione del cambio (imposta e deposito infruttifero sugli acquisti di valuta), attenuando il costo delle importazioni, dovrebbero rappresentare nei prossimi mesi un elemento di moderazione nello sviluppo dei prezzi interni.

L'attività sul mercato dei cambi nei primi mesi del 1977 è stata caratterizzata da violente oscillazioni della domanda e dell'offerta, in relazione alle varie fasi di abbattimento del deposito infruttifero e della tassa sugli acquisti di valuta. La reazione degli operatori è stata generalmente quella di rallentare il volume delle contrattazioni nei giorni precedenti la data fissata per l'abbattimento, concentrando le operazioni valutarie nei giorni immediatamente successivi, gli importatori contando sulla riduzione degli oneri addizionali gravanti sull'acquisto di valuta, gli esportatori sull'eventuale cedimento del tasso di cambio. Per effetto di tali comportamenti, l'entità degli squilibri tra domanda e offerta ha finito per risultare inferiore alle attese.

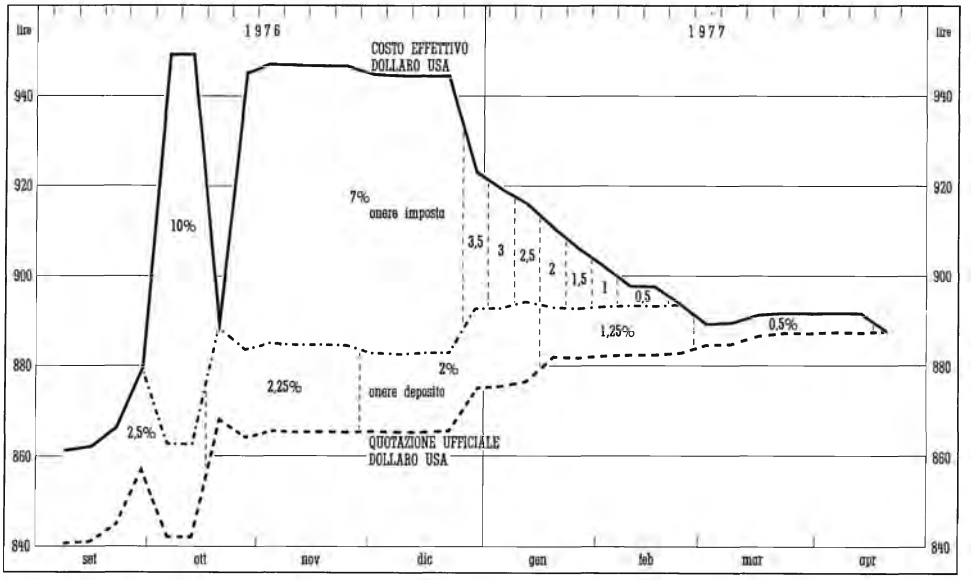
Per quanto concerne il deposito infruttifero, fissato con D.M. del 6 maggio 1976, dopo una prima proroga di 90 giorni, veniva deciso a settembre di procedere gradualmente all'abolizione del provvedimento, riducendone l'aliquota in tappe successive, al fine di diluire in un arco temporale piú ampio gli effetti espansivi sulla liquidità interna. Il rinnovo dei massimali sugli impieghi in lire, d'altra parte, costituiva un ulteriore strumento di controllo degli effetti destabilizzanti sull'equilibrio interno ed esterno connessi con lo svincolo dei depositi. Il programma dell'abbattimento veniva realizzato secondo le seguenti fasi: il 15 ottobre l'aliquota

del deposito era portata dal 50 al 45 per cento, il 30 novembre dal 45 al 40 per cento, il 15 gennaio dal 40 al 25 per cento, il 28 febbraio dal 25 al 10 per cento e infine, il 15 aprile, dal 10 per cento all'abolizione totale.

Anche per l'imposta sugli acquisti di valuta, si è preferito uno schema progressivo di abbattimento, al fine di ridurre le eccessive perturbazioni che sarebbero derivate al mercato dei cambi dalla eliminazione, in un'unica soluzione, del provvedimento in oggetto. Il 27 dicembre l'aliquota è stata portata al 3,5 per cento; successivamente, con cadenza settimanale, è stata ridotta dello 0,5 per cento, fino alla completa abolizione il 21 febbraio.

Il leggero cedimento della lira nei confronti del dollaro nei primi due mesi del 1977 (da 875 a 883 lire) è stato di gran lunga inferiore alla riduzione degli oneri addizionali sopra ricordati; di conseguenza il costo effettivo sopportato dagli operatori per l'acquisto della valuta è notevolmente diminuito (fig. G 12).

Fig. G 12

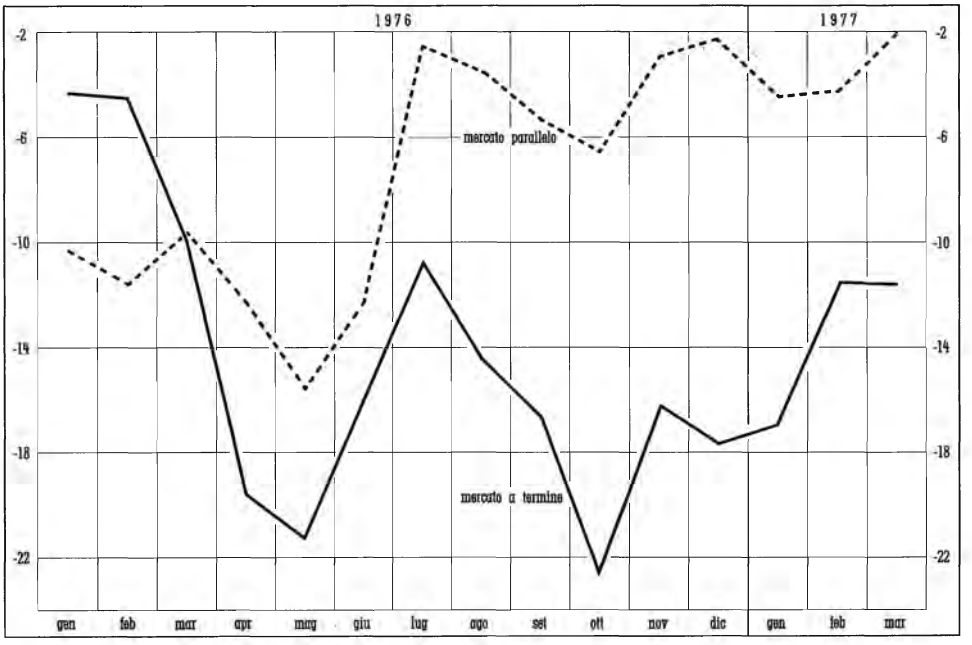


Quotazione ufficiale e costo effettivo del dollaro in termini di lire
(costo effettivo=quotazione più oneri addizionali)

L'analisi del cambio a termine nel 1976 deve essere riferita non solo alle diverse fasi attraversate dal cambio a pronti nel corso dell'anno e alle aspettative di tipo estrapolativo che si sono formate su quel mercato, ma anche all'effetto dei numerosi provvedimenti che hanno caratterizzato la politica valutaria del 1976 (fig. G 13). In particolare, il rapido deterioramento della quotazione a termine nei mesi di marzo e aprile (con punte dello sconto del 30 per cento annuo) va riferito alle ripetute riduzioni del massimale « pronti contro termine », che limitavano la possibilità per le banche di soddisfare la crescente richiesta di

coperture a termine da parte degli operatori. L'effetto riduttivo di tali provvedimenti si manifestava soprattutto nei confronti della clientela residente: le vendite di valuta a termine contro lire con contropartita italiana, da un massimo di 603 miliardi nel marzo, scendevano progressivamente nei mesi successivi fino ad annullarsi a fine anno (tav. aG 22).

Fig. G 13



Sconto della quotazione lira-dollaro sui mercati a termine (1) e parallelo rispetto al cambio ufficiale
(medie mensili)

(1) Sconto della quotazione a tre mesi in percento annuo della quotazione a pronti.

Nei mesi autunnali, per contrastare le rinnovate pressioni al ribasso sul cambio, prevalentemente d'iniziativa estera, veniva deciso di sospendere l'utilizzo di linee di credito nei conti esteri in lire e di ridurre del 50 per cento il massimale « pronti contro termine ». Quest'ultima misura, intendendo colpire soprattutto le operazioni sul termine poste in essere da non residenti, disponeva anche che l'utilizzo del ricordato massimale avvenisse solo nei confronti di operatori nazionali. I riporti contro lire con contropartita estera, in continuo aumento dal mese di aprile, hanno iniziato a diminuire, per effetto di quelle misure, a partire dal mese di ottobre (tav. aG 22). Occorre, al riguardo, notare che i piú stretti controlli sulla possibilità delle banche di operare sul termine hanno influito non solo sul mercato specifico delle contrattazioni a termine, ma

anche su quello a pronti, riducendo la domanda di valuta delle banche a copertura di vendite a termine (la disciplina valutaria disponendo l'obbligo del pareggio della posizione in cambi).

La quotazione della lira sul mercato parallelo ha riflesso, nelle sue grandi linee, l'evoluzione del tasso di cambio sul mercato ufficiale. Anche nel 1976 ha trovato conferma la particolare sensibilità del cambio parallelo a variabili extra-economiche, tra cui le consultazioni elettorali di giugno. Nei mesi finali dell'anno il divario tra i due mercati si è quasi annullato per il ridursi dell'offerta di lire, anche in relazione all'operare dei noti provvedimenti legislativi sui capitali esportati illegalmente.

(H) LA FINANZA PUBBLICA

Dopo i rilevanti interventi del 1975 volti a sostenere il reddito disponibile del settore privato, la politica fiscale è stata caratterizzata nel 1976 dallo sforzo di contenimento del deficit. In questo anno le operazioni del settore pubblico hanno dato luogo, escludendo i consolidamenti di debiti degli istituti mutualistici, a un indebitamento netto di 13.940 miliardi, quasi uguale a quello del 1975. Il peso dell'indebitamento rispetto al prodotto interno lordo è disceso dal 12,2 al 9,8 per cento; una piú forte caduta è stata registrata dal rapporto tra il saldo, negativo, delle operazioni di parte corrente e il prodotto interno lordo (dal 6,9 al 4,1 per cento).

I pagamenti hanno superato i 67.500 miliardi (con un aumento del 24 per cento) mantenendosi intorno al 48 per cento del prodotto interno lordo. Le entrate, nonostante la riduzione delle aliquote dell'Irpef decisa alla fine del 1975, hanno segnato un aumento del 32 per cento in seguito, oltre che all'espansione degli imponibili, principalmente alle modifiche introdotte nei tempi di riscossione di alcune imposte dirette e agli inasprimenti in piú riprese apportati alle imposte indirette; la pressione tributaria (misurata dal rapporto tra le entrate per imposte dirette e indirette e per contributi sociali e il prodotto interno lordo), pari al 31 per cento nel 1975, ha raggiunto il 33 per cento nel 1976.

Gli aumenti di tributi, tariffe e prezzi amministrati, adottati nell'autunno unitamente alle misure restrittive monetarie, creditizie e valutarie, nell'intento di realizzare attraverso il contenimento dei consumi privati un miglioramento del saldo della bilancia dei pagamenti, hanno inciso solo limitatamente (poco piú di 700 miliardi) sulle entrate del settore pubblico del 1976; da tali aumenti sono derivate alla fine dell'anno ripercussioni negative sul processo inflazionistico.

Questa manovra fa parte, come già rilevato, di un programma di medio termine mirante a ridurre l'assorbimento di risparmio da parte del settore pubblico, a riequilibrare i conti delle aziende produttrici di beni e servizi pubblici e a scoraggiare la domanda di prodotti petroliferi. Il programma prevede altresí di realizzare una ristrutturazione e un aumento dell'efficienza dell'apparato industriale

attraverso un piano poliennale di spese pubbliche, peraltro non ancora approvato dal Parlamento, per sussidi agli investimenti e per aumenti dei fondi di dotazione delle imprese pubbliche.

All'interno del settore pubblico si rileva che anche il fabbisogno del settore statale, calcolato al netto delle operazioni di consolidamento, è risultato pressoché stazionario rispetto all'anno precedente. Il limite posto dalla CEE per tale aggregato, nel quadro delle condizioni per la concessione del prestito comunitario del marzo 1976, è stato ampiamente rispettato; è stato invece superato di 1.000 miliardi quello riguardante i pagamenti di bilancio, soprattutto per gli interventi resi necessari dal terremoto del Friuli e per l'anticipo dell'aumento del fondo di dotazione dell'ENEL la cui erogazione era stata inserita nelle previsioni di cassa per il 1977.

I maggiori proventi tributari e tariffari derivanti dai provvedimenti decisi nell'autunno del 1976 e successivamente nel febbraio dell'anno in corso (in connessione con la fiscalizzazione di parte degli oneri sociali e con l'aumento degli stipendi del personale statale) possono valutarsi per il 1977 in circa 6.300 miliardi (provenienti per 1.400 miliardi dalle imposte dirette, per 3.500 da quelle indirette, per 500 dalle tariffe delle aziende autonome e per 900 da quelle dell'ENEL), compensati per 1.400 miliardi dalla riduzione apportata ai contributi per l'assistenza malattia a carico delle imprese.

Nella « lettera di intenti », inviata al Fondo monetario internazionale nello scorso mese di aprile, il Governo italiano si è impegnato a rispettare nel 1977 i seguenti limiti posti come condizioni per l'utilizzo della linea di credito: *a*) il fabbisogno del settore statale (inclusi gli interventi della Cassa DD.PP. per gli enti territoriali in sostituzione di anticipazioni bancarie ma escluse le operazioni creditizie, per 300 miliardi, a favore degli istituti di credito speciale) non dovrà superare i 13.100 miliardi (in particolare 8.700 nel primo semestre e 11.200 nei primi nove mesi); *b*) i pagamenti di bilancio dello Stato (inclusi i trasferimenti all'INAM per finanziare la fiscalizzazione di oneri sociali per tutto il 1977) non dovranno oltrepassare i 55.350 miliardi, mentre le erogazioni nette delle gestioni della Cassa DD.PP., delle aziende autonome e della tesoreria dovranno rimanere al di sotto di 3.500 miliardi; *c)* il fabbisogno del settore pubblico, allargato sino a comprendere l'ENEL e gli ospedali (che per il 1976 è stato valutato in 18.700 miliardi), dovrà essere contenuto entro 16.450 miliardi. Le valutazioni del fabbisogno del settore statale e del settore

pubblico implicano ulteriori aumenti di incassi o riduzioni di spese per complessivi 2.000 miliardi, di cui 1.000 circa sotto forma di maggiori entrate necessarie per la fiscalizzazione di oneri sociali nel periodo 1^0 luglio 1977 - 31 gennaio 1978. La « lettera di intenti » contiene altresí alcune condizioni riguardanti l'anno 1978, che potranno però essere modificate in occasione di nuove consultazioni da effettuarsi entro il mese di aprile dello stesso anno; in particolare il fabbisogno del settore pubblico allargato dovrà ridursi di 2.000 miliardi rispetto al 1977 e l'aumento delle spese del bilancio di competenza dello Stato (nel presupposto di un incremento dei prezzi del 10 per cento) non dovrà superare il 7 per cento.

La CEE in occasione della concessione, nel quadro del sostegno finanziario a medio termine, del prestito di 500 milioni di dollari nell'aprile del 1977 ha fissato i medesimi limiti per gli anni 1977 e 1978, eccetto quello concernente il saldo delle operazioni della Cassa DD.PP., delle aziende autonome e della tesoreria, stabilendo inoltre in 4.000 miliardi per il 1977 il finanziamento massimo del Tesoro da parte della Banca d'Italia.

La stazionarietà del disavanzo del settore pubblico, rilevata nel 1976, e la considerevole riduzione prevista per il 1977, consentono di individuare un punto di svolta nell'evoluzione di questo aggregato.

Negli anni settanta il disavanzo pubblico si è particolarmente accresciuto con ripercussioni sul processo inflazionistico e sui conti con l'estero; inoltre la natura delle spese che hanno contribuito a determinare questo andamento è stata tale da esplicare un effetto di contenimento del tasso di accumulazione del capitale nel sistema economico. Durante questi anni, il governo si è piú volte impegnato in politiche anticicliche di sostegno della domanda le quali si sono però concretate in aumenti della capacità di spendita delle famiglie aventi carattere di irreversibilità; è stata estesa l'applicazione ad alcune categorie di spese dei meccanismi di adeguamento automatico all'evoluzione dei prezzi; le politiche tariffarie praticate dalle aziende dello Stato e delle amministrazioni locali ne hanno dilatato i disavanzi; si sono accresciuti gli interventi a favore delle imprese pubbliche. In questo periodo, in cui il prodotto interno lordo ha avuto un aumento medio annuo del 16 per cento a prezzi correnti e del 3 per cento a prezzi costanti, l'espansione della spesa pubblica, inclusi i crediti concessi alle imprese pubbliche e agli istituti di credito speciale, è stata in media pari al 20 per

cento l'anno ed è riferibile principalmente ai trasferimenti alle famiglie (21 per cento in piú all'anno); buona parte della crescita è avvenuta nel 1975 quando il rapporto percentuale tra la spesa e il prodotto interno lordo è aumentato di 6 punti.

Oltre all'entità dell'aumento delle erogazioni è da ricordare, come già messo in evidenza nelle Relazioni degli anni precedenti, la crescente rigidità che talune leggi hanno introdotto nella manovra della spesa; la riduzione della capacità del bilancio, nel quale i trasferimenti hanno raggiunto un peso preponderante, di affrontare le carenze di infrastrutture economiche e sociali nonché le modifiche intervenute nel commercio mondiale; la sproporzione tra le risorse utilizzate e i risultati ottenuti in molti dei settori di intervento pubblico.

Nell'ambito della *sicurezza sociale* si sono avuti diffusi fenomeni di tolleranza nella concessione delle prestazioni e di spreco delle risorse reali, senza che le esigenze delle categorie assistite siano state adeguatamente soddisfatte. Rilevanti sono state anche le carenze nei criteri di guida e di controllo nella gestione delle *aziende pubbliche;* tra l'altro nella manovra delle tariffe di vendita dei loro prodotti hanno prevalso spesso obiettivi di redistribuzione del reddito, il cui perseguimento dovrebbe essere affidato al sistema tributario e alla spesa previdenziale e assistenziale. Queste caratteristiche, insieme alla remora all'innalzamento delle tariffe rappresentata dalla normativa della scala mobile, hanno determinato notevoli distorsioni nell'allocazione delle risorse, a causa delle sensibili modifiche verificatesi nella struttura dei prezzi relativi, e nel finanziamento di tali aziende le cui spese andrebbero coperte prevalentemente con mezzi forniti dagli utenti; i prelievi a carico della collettività dovrebbero essere infatti limitati ai casi di rilevanti economie esterne o quando si debbano superare le conseguenze di gravi squilibri strutturali, territoriali o settoriali.

Il riequilibrio del bilancio pubblico, avviato nel biennio 1976-77, è stato finora perseguito mediante l'accrescimento delle entrate tributarie e tariffarie: la pressione tributaria, dopo aver raggiunto, come si è accennato, il 33 per cento nel 1976, si prevede si innalzi oltre il 35 per cento nel 1977 riducendo il divario rispetto al valore medio degli altri paesi della CEE.

Un duraturo riassestamento della finanza pubblica dovrà però basarsi sulla riduzione dell'evasione, ancora molto rilevante per i redditi diversi da quelli da lavoro dipendente e per l'IVA, e su azioni tendenti: a incidere sulle determinanti della spesa nell'intento di contenerne la crescita e di aumentarne l'efficienza rispetto alle funzioni espletate; a ripristinare i meccanismi di controllo della spesa stessa; ad accrescere la mobilità del personale delle amministrazioni e degli enti pubblici. Questi interventi sono resi piú impellenti dal fatto che essi non possono dare apprezzabili risultati nel breve periodo.

Il bilancio di competenza dello Stato.

Il fabbisogno derivante dalla gestione di competenza è stato pari nel 1976 a 13.450 miliardi contro 11.580 nell'anno precedente (tavv. H 1 e aH 1).

Tav. H 1

BILANCIO STATALE: GESTIONE DI COMPETENZA

(miliardi di lire)

Voci	1975	1976	1977
	Consuntivi (1)		Previsioni (2)
Parte corrente:			
Entrate	23.842	(3) 33.393	42.667
di cui: tributarie	*19.721*	*27.381*	*37.987*
Spese (4)	28.656	37.147	41.181
Saldo	−4.814	−3.754	1.486
Conto capitale:			
Entrate	232	147	81
Spese	(3) 7.951	11.240	11.743
di cui: investimenti diretti	*861*	*1.029*	*10.381*
altri investimenti	*5.710*	*8.490*	
Saldo	−7.719	−11.093	−11.662
Operazioni di debito a medio e a lungo termine:			
Entrate	8.239	2.587	3.609
Spese	1.733	1.650	1.174
Saldo (maggiori debiti +)	6.506	937	2.435
Risultanze complessive:			
Entrate	32.313	36.127	46.357
Spese	38.340	50.037	54.098
Disavanzo (−) (5)	−6.027	−13.910	−7.741
Fabbisogno (−) (6)	−12.533	−14.847	−10.176
Fabbisogno, esclusi consolidamenti mutue (7)	*−11.581*	*−13.447*	*−10.176*
Indebitamento netto (−) (8)	−10.365	−11.784	−7.243
Indebitamento netto, esclusi consolid. mutue (7)	*−9.413*	*−10.384*	*−7.243*

(1) Dalla Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati del 1976 sono provvisori. — (2) Previsioni iniziali integrate con gli effetti del provvedimento di variazione e con le spese da finanziare tramite emissioni di titoli considerate nella relazione presentata nel gennaio 1977 dal Ministro del tesoro al Parlamento ai sensi dell'art. 9 della legge 10 maggio 1976, n. 249. — (3) Al netto delle operazioni contabili connesse con il meccanismo di finanziamento dei provvedimenti di rilancio dell'attività economica dell'autunno del 1975. — (4) Incluse le operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici (952 miliardi nel 1975 e 1.400 nel 1976). — (5) Pari al potenziale aumento dei debiti a breve. — (6) Pari al complessivo indebitamento potenziale a breve e a lungo termine. — (7) Al netto delle operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici di cui alla nota (4). — (8) Variazione della situazione finanziaria, pari alla differenza tra i nuovi debiti misurati dal fabbisogno, da un lato, e le concessioni nette di crediti e le partecipazioni azionarie, dall'altro.

L'espansione è dipesa dall'aumento del disavanzo del conto capitale, determinato principalmente dagli stanziamenti connessi con i provvedimenti di rilancio dell'attività economica dell'autunno del 1975 (1.560 miliardi), che hanno contribuito, insieme con le assegnazioni per gli interventi nel Mezzogiorno disposti con la legge n. 183 del 2 maggio 1976, a determinare una eccezionale crescita (quasi il 50 per cento) dei trasferimenti in conto capitale.

A questa crescita ha fatto riscontro una rilevante accumulazione di residui in seguito alla mancata erogazione di assegnazioni a favore della Cassa per il Mezzogiorno, di medie e piccole imprese, di istituti autonomi per le case popolari e del contributo di solidarietà nazionale alla Regione siciliana (tavv. aH 2 e aH 3).

Il disavanzo delle operazioni di parte corrente si è invece sensibilmente ridotto, nonostante il rilevante aumento della spesa, a causa del forte incremento degli accertamenti tributari determinato, oltre che dallo sviluppo degli imponibili, dalle modifiche apportate ai tempi di riscossione di alcune imposte dirette nonché dagli inasprimenti decisi nel corso dell'anno.

L'evoluzione delle spese correnti, accresciutesi del 30 per cento, è principalmente attribuibile: *a*) allo sviluppo degli oneri per interessi, in particolare di quelli sui BOT, cui ha però fatto riscontro una cospicua formazione di residui passivi a causa soprattutto dell'impossibilità di erogare, prima dell'approvazione, i maggiori stanziamenti disposti con provvedimento di variazione al bilancio; *b*) all'aumento dei trasferimenti, principalmente a favore degli enti territoriali e dell'INPS; *c*) all'incremento delle spese di personale, su cui hanno inciso il nuovo meccanismo di adeguamento dell'indennità integrativa speciale e l'elevazione delle quote di aggiunta di famiglia (legge n. 364 del 1975), la prosecuzione del riordinamento dei ruoli e la ricostruzione delle carriere del personale docente, gli aumenti concessi a definizione del contratto triennale 1973-75 nonché l'aumento di talune indennità spettanti alle forze armate.

Le operazioni di cassa del settore statale.

Il fabbisogno di cassa del settore statale (Tesoro, Cassa DD.PP. e aziende autonome) è risultato pressoché stazionario, 14.300 miliardi contro 14.130 nel 1975 (14.710 contro 16.520 al lordo delle operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici e di comuni) (tavv. H 2, H 3 e aH 4).

I consolidamenti di debiti di enti pubblici si sono sensibilmente ridotti: in particolare quelli effettuati a favore degli istituti mutualistici, ai sensi della legge n. 386 del 1974, sono risultati pari, nel 1976, a 400 miliardi (contro

Tav. H 2

OPERAZIONI DEL SETTORE STATALE (1)

(anni e trimestri solari; gestione di cassa; miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976		1977
			1° trim.	Anno	1° trim.
Fabbisogno					
Disavanzo (–) della gestione del bilancio statale .	–5.149	–10.282	–1.795	–10.406	–2.698
Operazioni minori della tesoreria statale	–1.991	–4.103	60	–1.664	621
Gestioni Cassa DD.PP. e aziende autonome (–) .	–1.822	–2.135	–808	–2.638	–1.330
Totale	–8.962	–16.520	–2.543	–14.708	–3.407
di cui: operazioni per il consolidamento di debiti pregressi di enti territoriali e mutualistici	*–315*	*–2.393*	*–33*	*–407*	*–278*
Totale al netto dei consolidamenti	–8.647	–14.127	–2.510	–14.301	–3.129
Copertura					
Titoli a medio e a lungo termine sul mercato . . .	–182	3.609	1.417	779	407
BOT sul mercato	1.881	1.627	–2.762	1.531	2.718
Raccolta dell'Amministrazione postale	837	2.309	880	2.635	688
Debiti verso BI-UIC	6.498	8.823	3.086	9.936	–515
di cui: c/c di tesoreria provinciale . . .	*50*	*560*	*584*	*1.694*	*693*
Debiti esteri	3	8	18	2	13
Altri debiti	–75	144	–96	–175	96
Totale	8.962	16.520	2.543	14.708	3.407
di cui: finanziamenti interni					
a breve termine	*9.130*	*12.960*	*1.106*	*13.922*	*2.957*
(creazione base monetaria tramite "Tesoro")	*7.671*	*7.779*	*3.147*	*11.746*	*230*
a medio e a lungo termine .	*–171*	*3.552*	*1.419*	*784*	*437*
Indebitamento netto (2)	6.680	13.689	1.418	10.426	1.587

(1) La presente tavola è derivata dalla tavola aH 4. Per il 1° trimestre del 1977 alcune cifre sono stimate. – (2) Variazione della situazione finanziaria, cioè dei debiti al netto dei crediti.

2.250 nel 1975). Tali operazioni sono state effettuate, secondo le modalità già esposte nella Relazione dello scorso anno, per: *a*) 170 miliardi (1.710 nel 1975), con la cessione di appositi certificati speciali del Tesoro alle aziende di credito, a scomputo di debiti contratti dagli ospedali; *b*) 230 miliardi (540 nel 1975), mediante versamenti in contanti alle case di cura e ai fornitori degli ospedali, finanziati con il collocamento a titolo definitivo di analoghi certificati presso l'Istituto di emissione.

Sono state inoltre avviate a definizione le ulteriori operazioni di consolidamento di debiti degli istituti mutualistici, in essere al 31 dicembre 1974, disposte con la legge n. 72 del 1976 (per 1.400 miliardi); in particolare: *a*) nel settembre del 1976 una prima quota dei certificati speciali del Tesoro (1.077 miliardi al netto ricavo) è stata temporaneamente collocata presso l'Istituto di emissione in attesa che venisse definito il piano di ripartizione di tali fondi tra i vari creditori; *b*) nel successivo mese di gennaio la residua quota di tali certificati è stata acquistata dalla Banca d'Italia per il finanziamento di operazioni in contanti. L'accreditamento delle disponibilità presso l'Istituto di emissione, a favore degli istituti

mutualistici, è stato però effettuato limitatamente a 350 miliardi riguardanti il consolidamento (attraverso cessione di titoli, peraltro non ancora consegnati al 31 marzo 1977) dei debiti contratti dagli ospedali con le aziende di credito.

Tav. H 3

CONTO CONSOLIDATO DELLE EROGAZIONI E DEGLI INCASSI DEL SETTORE STATALE

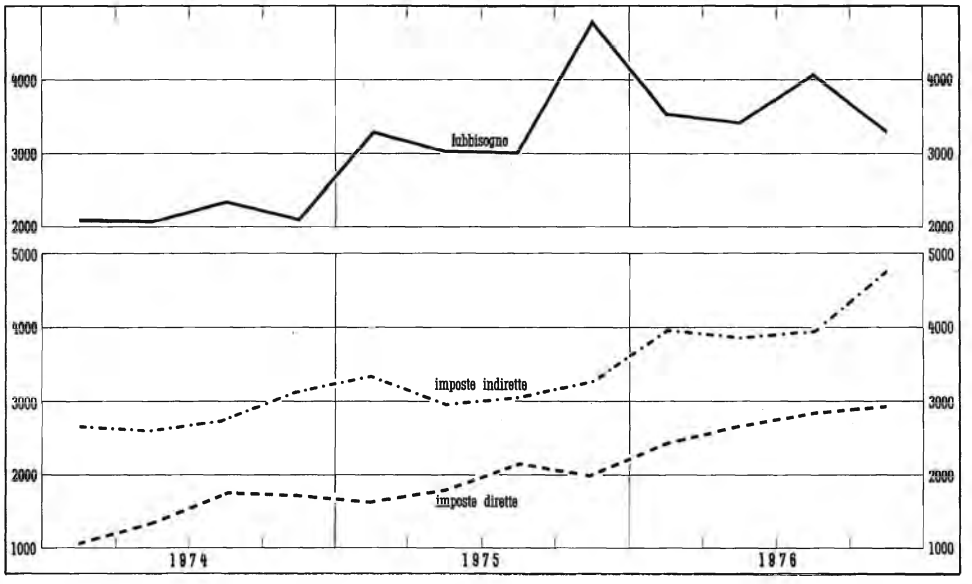
(anni solari; miliardi di lire)

Voci	1975	1976
Erogazioni nette (1)		
Retribuzioni al personale	10.190	12.386
Acquisto di beni e servizi	3.231	3.631
Interessi (2)	3.315	4.973
Investimenti diretti	1.491	2.029
Crediti e partecipazioni	1.221	2.020
Erogazioni nette (3) a: Enti territoriali (4)	7.774	11.101
di cui: per assistenza ospedaliera	*2.225*	*2.950*
Organismi previdenziali (4)	4.261	4.998
Cassa del Mezzogiorno	1.648	1.674
Altri trasferimenti correnti	2.462	3.522
Altri trasferimenti c/capitale	1.059	1.505
Altre operazioni nette (5)	3.213	1.157
di cui: Rimborsi di imposte	*1.756*	*1.668*
Totale	39.865	48.996
Incassi		
Entrate tributarie	20.279	27.566
Proventi tariffari delle Aziende Autonome	2.048	2.800
Versamenti del settore previdenziale	2.197	2.938
Altri introiti	1.214	1.391
Totale	25.738	34.695
Fabbisogno complessivo al netto delle operazioni di consolidamento	*14.127*	*14.301*

(1) Al netto delle operazioni di consolidamento di debiti di enti territoriali e istituti mutualistici. — (2) Al netto delle retrocessioni di interessi sui BOT acquistati dalla Banca d'Italia con fondi delle riserve obbligatorie delle aziende di credito. — (3) Erogazioni nette della gestione consolidata del bilancio, della tesoreria, delle aziende autonome e (limitatamente alle operazioni di concessione di credito) della Cassa DD.PP. — (4) Trasferimenti, concessioni di credito e partite con la tesoreria. — (5) Essenzialmente rimborsi di imposte ed altre poste correttive delle entrate, operazioni della Cassa DD.PP. diverse dagli impieghi in titoli e mutui, partite non contabilizzate in bilancio, vaglia del Tesoro e altre partite di tesoreria non considerate nelle voci precedenti.

L'analisi dei dati trimestrali destagionalizzati mostra che il fabbisogno, dopo l'aumento eccezionale dell'ultimo trimestre del 1975, riferibile alle ragioni già esposte nella Relazione dello scorso anno, si è mantenuto nel primo semestre e nell'ultimo trimestre su livelli prossimi al valore medio dell'ultimo biennio, mentre è risultato sensibilmente superiore nel terzo, in seguito sia alle ampie assegnazioni a favore della finanza locale e ai considerevoli rimborsi di IVA sia alla sospensione dei ruoli di alcune imposte connessa con la dichiarazione di incostituzionalità del cumulo dei redditi familiari (fig. H 1).

Fig. H 1



Andamento del fabbisogno del settore statale
(al netto dei consolidamenti di debiti) e degli incassi tributari
(dati trimestrali destagionalizzati; miliardi di lire)

Le operazioni del bilancio dello Stato hanno dato luogo nel 1976, nonostante il sensibile sviluppo degli introiti tributari, a un disavanzo di 10.000 miliardi contro 8.040 nell'anno precedente (tav. H 4). A tale aumento ha però fatto riscontro una contrazione degli esborsi netti della gestione di tesoreria passati da 4.100 a 1.660 miliardi (tav. H 5).

Tra i pagamenti del bilancio dello Stato, passati nel complesso da 31.800 a 41.980 miliardi (al netto dei consolidamenti), si sono particolarmente accresciuti i trasferimenti agli enti locali, le spese di personale, gli interessi e i conferimenti alle imprese pubbliche e agli istituti di credito speciale. In particolare l'aumento dei trasferimenti agli enti locali è dipeso, oltre che dagli interventi straordinari (per il Friuli e Seveso), da piú ampi pagamenti a favore delle regioni (principalmente per il Fondo regionale di sviluppo), e delle province e dei comuni (soprattutto per trasferimenti in sostituzione dei tributi aboliti); su questi pagamenti hanno influito alcune modifiche apportate alla normativa dei rapporti finanziari tra Stato e enti locali descritte nel paragrafo sulla finanza locale.

La riduzione degli esborsi netti di tesoreria è dipesa: *a*) dall'andamento delle disponibilità delle regioni (aumentate di 930 miliardi contro 190 nel 1975); *b*) dall'evoluzione degli introiti per vaglia del Tesoro: quasi 400 miliardi contro appena 40 nel 1975 (in tale anno essi erano risultati di modesta entità in conseguenza dell'eliminazione nel gennaio di partite contabili formatesi

nel dicembre del 1974); *c*) dal movimento del conto speciale per il finanziamento dell'assistenza ospedaliera (afflussi netti per 290 miliardi non riversati al bilancio mentre nel 1975 si erano avuti deflussi per 90); *d*) dal contrarsi dei « sospesi di tesoreria » connesso con il complesso dei rapporti tra questa gestione, la Cassa DD.PP. e l'Amministrazione postale. Al contrario, gli oneri per interessi a carico di tale gestione sono cresciuti da 850 a 1.020 miliardi: a fronte di erogazioni concernenti emissioni di BOT per 1.160 miliardi nel 1975 e 1.590 nel 1976, la tesoreria ha beneficiato di retrocessioni di interessi sui BOT acquistati dalla Banca d'Italia con fondi delle riserve obbligatorie, rispettivamente per 310 e 570 miliardi.

Tav. H 4

BILANCIO STATALE: INCASSI E PAGAMENTI (1)

(anni solari; competenza e residui; miliardi di lire)

Incassi	1975	1976	Pagamenti	1975	1976
Entrate tributarie (2)	20.279	27.566	Retribuzioni al personale .	7.806	9.670
Imposte sul redd. e patr. (3)	*7.571*	*11.092*	Trasferimenti (5)	13.543	14.921
Altre (4)	*12.708*	*16.474*	*di cui a:* aziende aut. (7) .	*1.355*	*1.289*
Vendita di beni e servizi . . .	305	320	enti territor. (2) .	*5.874*	*7.700*
Trasferimenti (5) (10)	2.502	2.897	organ. previd. (6)	*3.587*	*2.451*
Redditi da capitale	212	193	Interessi	2.148	3.885
Altre entrate di parte corr. . .	394	911	Acquisto di beni e serv. (7)	2.029	2.344
Totale, parte corrente . . .	23.692	31.887	Altre spese correnti (8) . . .	1.906	1.929
Entrate in c/capitale (10) (11)	72	88	Totale, parte corrente . . .	27.432	32.749
Totale generale . . .	23.764	31.975	Investimenti diretti	545	701
Disavanzo (–):			Trasferimenti	4.071	6.136
di parte corrente	*–3.740*	*–862*	*di cui:* a enti locali (9) . .	*672*	*2.323*
del conto capitale	*–6.542*	*–9.544*	Crediti e partecipazioni (10)	1.998	2.795
Totale . . .	*–10.282*	*–10.406*	*di cui:* ad aziende auton. .	*1.125*	*1.028*
Totale, esclusi consolid. (13)	*–8.036*	*–10.002*	Totale, conto capitale (11)	6.614	9.632
Indebitamento netto (12) . .	*–8.327*	*–7.656*	Totale generale . . .	34.046	42.381
Indebitamento netto, esclusi consolidamenti (13)	*–6.081*	*–7.252*			

(1) Sulla base dei dati risultanti dalle elaborazioni relative al bilancio dello Stato contenute nella Relazione generale sulla situazione economica del paese. – (2) Al netto delle partite attinenti alle regolazioni contabili delle entrate tributarie della Regione siciliana e di quella sarda. – (3) Incluso il gettito dell'imposta "una-tantum" sui veicoli a motore introdotta con il D.L. 18 settembre 1976, n. 648 convertito nella legge 30 ottobre 1976, n. 730. – (4) Incluso il gettito IVA che affluisce dal luglio 1975 nell'apposita contabilità speciale di tesoreria (723 miliardi nel 1975 e 1.352 nel 1976) per il finanziamento del rimborso dei crediti d'imposta. – (5) Corretti delle operazioni con la tesoreria destinate al finanziamento della politica agricola comunitaria; quelli in uscita includono le assegnazioni alla CEE a titolo di risorse proprie. – (6) Le operazioni effettuate per l'assunzione a carico del bilancio dello Stato dei debiti pregressi di enti mutualistici sono state contabilizzate in questa tavola al momento dell'effettiva riduzione del debito di tali enti mediante cessione degli appositi certificati speciali del Tesoro o pagamento in contanti. Tali operazioni figurano quindi per 2.246 miliardi nel 1975 e 404 nel 1976. – (7) Le somme versate alle Poste per servizi resi allo Stato sono state attribuite ai trasferimenti; analoga correzione è stata fatta nella tavola H 8. – (8) Inclusi i rimborsi dei crediti per IVA di cui alla nota (4) (631 miliardi nel 1975 e 1.285 nel 1976) e escluse le assegnazioni alla CEE a titolo di risorse proprie. – (9) Assegnazioni agli enti territoriali, al Fondo di solidarietà nazionale per la Regione siciliana, alla Sardegna per il Programma straordinario per favorire la rinascita economica e sociale, agli enti di riforma e di sviluppo e alle università. – (10) Escluse le assegnazioni e i prelievi di disponibilità presso la tesoreria riferibili essenzialmente al meccanismo di finanziamento dei provvedimenti di rilancio dell'attività economica dell'autunno del 1975. – (11) Escluse le operazioni di indebitamento. – (12) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (–). – (13) Al netto delle operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici di cui alla nota (6).

Tav. H 5

ANALISI DELLE PARTITE MINORI DELLA TESORERIA STATALE

(anni e trimestri solari; miliardi di lire; incassi +, pagamenti –)

Voci	1975	1976
Operazioni iscritte nella situazione del Tesoro (1)		
" Sospesi di tesoreria" concernenti:		
Pagamenti da regolare (2)	–1.175	–1.409
Altri (3)	–3.830	(12) –2.723
Totale ...	–5.005	–4.132
" Riafflussi in tesoreria" di erogazioni di bilancio e altri depositi netti:		
Conti correnti (4) (5)	511	1.779
di cui: Cassa del Mezzogiorno	*369*	*152*
Aziende autonome (6)	(11) *–147*	*85*
Regioni	*300*	*979*
Contabilità speciali (5)	–91	146
di cui: Regioni	*–109*	*–49*
Prefetture, Amm. scol., ecc. (7)	*24*	*77*
Vaglia del Tesoro	(11) 38	(12) 396
Altri (8)	–56	–188
Totale ...	402	2.133
Totale "sospesi" e "riafflussi" ...	–4.603	–1.999
Partite minori con la Banca d'Italia (9)	494	340
Portafoglio ammassi obbligat. non riscontato (10)	6	–5
Totale partite minori di tesoreria ...	–4.103	–1.664

(1) Escluse le partite già sottratte dagli incassi e pagamenti di bilancio nella Tav. H 4. – (2) Essenzialmente cedole per interessi sui BOT e titoli di spesa collettivi non interamente estinti. – (3) Sovvenzioni del Tesoro alle Poste, al netto delle variazioni delle disponibilità di tale azienda e dell'INPS in tesoreria e delle partite rettificative riguardanti i rapporti tra Tesoro e Cassa DD.PP., nonché variazione netta delle disponibilità relative ai proventi doganali e di conti correnti minori collegati con entrate di bilancio. Tale voce quindi risente essenzialmente del finanziamento netto all'INPS, del ricorso delle Poste in tesoreria per la copertura del proprio disavanzo di bilancio, dei pagamenti effettuati dalle Poste per conto del Tesoro al di fuori dei capoluoghi di provincia nonché del risultato di gestione della Cassa DD.PP. non ancora versato in bilancio. – (4) Esclusi il c/c acceso a nome del Fondo acquisto BTP che trova posto tra gli "altri riafflussi" e i conti intestati alla CEE, nonché quelli del Ministero del tesoro destinati al finanziamento della politica agricola comunitaria considerati nella tavola precedente (nota 5). – (5) Escluse le partite già considerate nei "sospesi" di tesoreria. – (6) Escluse le Poste i cui rapporti con la tesoreria confluiscono negli "altri sospesi". – (7) Disponibilità versate dal bilancio per il pagamento di stipendi dei dipendenti delle Prefetture, dell'Amministrazione scolastica e dei Comandi militari. – (8) Inclusa la variazione delle disponibilità presso la tesoreria della Cassa DD.PP. relative ai fondi Gescal e alle assegnazioni di bilancio in favore della stessa Cassa DD.PP. ai sensi delle leggi nn. 166 e 492 del 1975 (350 miliardi nel 1976). – (9) Rapporti della Banca d'Italia e dell'UIC con lo Stato non contabilizzati nel conto del Tesoro e cioè: servizi diversi per conto dello Stato, creditori diversi per la parte afferente al Tesoro, finanziamenti in valuta dell'UIC al Tesoro e portafoglio ammassi riscontato. – (10) Inclusi i finanziamenti in conto corrente. – (11) Corretto delle variazioni concernenti il vaglia del Tesoro rappresentante il provento dell'emissione di titoli effettuata dalle F.S., nel dicembre 1974, portate a rettifica delle disponibilità dell'azienda. – (12) Al netto del vaglia del Tesoro rappresentante il provento del rinnovo dei buoni fruttiferi della Cassa DD.PP. contabilizzato tra le disponibilità di tale istituto incluse nella voce "altri" dei sospesi di tesoreria.

Le erogazioni del settore statale. — L'evoluzione delle erogazioni nette del settore, rilevabile dalla tavola H 3 che contiene un'analisi della gestione consolidata del Tesoro, della Cassa DD.PP. e delle aziende autonome, è essenzialmente attribuibile all'aumento: *a)* delle assegnazioni del Tesoro e dei finanziamenti della Cassa DD.PP. agli enti territoriali; *b)* delle spese di personale, determinato principalmente dai fattori esaminati nel paragrafo sul bilancio di competenza; *c)* delle erogazioni per interessi dello Stato e delle aziende autonome, passate da 3.320 miliardi a 4.970 in conseguenza della crescita del debito e dei saggi; *d)* dei trasferimenti correnti a favore sia delle famiglie, in particolare degli invalidi civili, sia delle imprese per maggiori assegnazioni, tra l'altro, alle società che esplicano servizi marittimi di interesse nazionale e alla Rai; *e)* dei conferimenti a imprese pubbliche (principalmente per l'aumento del fondo di dotazione dell'ENEL).

Le modifiche al sistema di scala mobile, introdotte con la legge n. 364 del 1975, hanno comportato maggiori esborsi per spese di personale per circa 500 miliardi dovuti non solo all'innalzamento del valore del punto di contingenza, ma anche alla riduzione apportata allo sfasamento temporale tra aumento dei prezzi e adeguamento delle retribuzioni che ha comportato il riconoscimento nel 1976 della lievitazione dei prezzi riferibile a un anno e mezzo.

Gli incassi tributari dello Stato. — Gli incassi per entrate tributarie sono cresciuti del 36 per cento rispetto all'anno precedente (superando i 27.500 miliardi), dando cosí luogo al rilevato aumento della pressione tributaria complessiva; questo risultato è stato determinato principalmente dalle variazioni impositive decise nel corso dell'anno e dalle modifiche nelle tecniche e nei tempi di riscossione di alcune imposte dirette (tav. H 6).

Queste ultime sono cresciute di oltre il 46 per cento (superando gli 11.000 miliardi), ossia a un ritmo quasi doppio rispetto a quello del prodotto interno lordo, mentre l'aliquota media effettiva sul reddito imponibile da lavoro dipendente (comprendente le pensioni) si può stimare si sia mantenuta intorno al 7 per cento.

L'imposta sul reddito delle persone fisiche è cresciuta del 56 per cento (con un gettito di 6.170 miliardi), nonostante gli effetti degli sgravi introdotti con la legge n. 576 del 2 dicembre 1975 esaminata nella Relazione dello scorso anno, a causa dello sviluppo degli

imponibili e dell'introduzione, disposta con la stessa legge, dell'« autotassazione » che ha consentito di incassare buona parte dell'imposta sui redditi del 1975 (circa 1.400 miliardi, incluso il gettito derivante dal cumulo dei redditi familiari successivamente abolito) che sarebbe stata incassata solo a partire dal 1977, se si fossero seguite le tradizionali procedure di riscossione mediante iscrizione a ruolo.

Tav. H 6

INCASSI TRIBUTARI DELLO STATO (1) (2)

(anni solari; competenza e residui; miliardi di lire)

Tributi	1975	1976
IMPOSTE DIRETTE		
Imposta sul reddito delle persone fisiche	3.955	6.169
Imposta sul reddito delle persone giuridiche	666	868
Imposta locale sui redditi	238	471
Imposta sostitutiva sugli interessi	985	2.023
Imposte abolite dalla riforma tributaria: R.M., complementare, società e obbligazioni, ecc. e relative addizionali (inclusi i proventi del condono)	1.535	1.069
Imposta straordinaria *una tantum* sui veicoli a motore	–	225
Imposte sulle successioni, donazioni e relative addizionali	68	88
Altre	124	179
Totale...	7.571	11.092
IMPOSTE INDIRETTE (2) (3)		
Imposta sul valore aggiunto (2)	5.565	8.066
Imposte sugli affari (registro, bollo, ipotecaria, concessioni governative, pubblicità, ecc. e relative addizionali)	1.344	1.664
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	3.246	3.486
Altre imposte di fabbricazione (spiriti, birra, zucchero, glucosio, oli di semi, margarina, gas incondensabili, gas ed energia elettrica, metano)	333	441
Imposta sul consumo dei tabacchi	979	1.071
Altre imposte sui consumi (caffè, cacao, banane)	89	138
Imposta sugli acquisti di valuta	–	318
Altre (3)	1.152	1.290
Totale...	12.708	16.474
Totale incassi tributari	20.279	27.566

(1) Sulla base dei dati risultanti dalle elaborazioni sul bilancio dello Stato contenute nella Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati sono al netto delle regolazioni contabili di entrate tributarie delle Regioni a statuto speciale. – (2) Incluso il gettito IVA che affluisce all'apposita contabilità speciale di tesoreria per il finanziamento dei rimborsi d'imposta: 723 miliardi nel 1975 e 1.352 nel 1976. – (3) Compreso anche il gettito dei "proventi speciali" (imposta di bollo sulla circolazione di biglietti, vaglia e assegni bancari dell'Istituto di emissione, diritti di verifica pesi e misure, diritti catastali, tasse portuali, ecc.).

Non è possibile quantificare gli effetti complessivi sul gettito Irpef del 1976 degli sgravi introdotti con la menzionata legge n. 576 (cosiddetta « miniriforma tributaria »), in quanto non si dispone, tra l'altro, della ripartizione del gettito realizzato mediante l'« autotassazione » tra redditi da lavoro autonomo, « cumulo » e altri redditi; una valutazione limitata alla parte di imposta prelevata mediante ritenuta alla fonte, basata sulle informazioni disponibili circa la distribuzione dei redditi, mostrerebbe un contenimento degli incassi di 700-800 miliardi.

I ruoli Irpef concernenti i redditi del 1974, che non era stato possibile riscuotere nel 1975, hanno dato luogo a incassi limitati (circa 200 miliardi) anche per la sospensione dell'attività di accertamento e riscossione decisa, in conseguenza della dichiarazione di incostituzionalità del « cumulo » dei redditi, con il D.L. n. 470 del 9 luglio 1976 (convertito nella legge n. 569 del 19 agosto 1976).

La sentenza della Corte costituzionale n. 179 del 1976 ha definito illegittimo il cumulo dei redditi familiari a fini tributari; la normativa è stata quindi modificata con la legge n. 751 del 12 novembre 1976, per quanto concerne i redditi dell'anno 1974, e con la legge n. 114 del 13 aprile 1977 per la disciplina permanente e i redditi del 1975; quest'ultima legge ha comportato anche altre modifiche alla normativa dell'Irpef, le cui caratteristiche sono sommariamente descritte nell'Appendice legislativa. Di conseguenza parte dell'imposta pagata per i redditi di pertinenza del 1974, mediante iscrizione a ruolo, e per quelli dell'anno successivo, mediante autotassazione, deve essere restituita ai contribuenti; ciò avverrà con rimborsi disposti dal Ministero delle finanze (da effettuare mediante vaglia cambiari della Banca d'Italia) per la parte concernente i redditi del 1974, mentre quella concernente i redditi del 1975 potrà essere detratta dall'imposta dovuta per l'anno 1977, ricorrendo a rimborsi in caso di incapienza.

Va rilevato inoltre che, nell'ambito del programma di stabilizzazione avviato nell'autunno del 1976, la normativa dell'Irpef è stata, con la legge n. 97 del 23 marzo 1977, ulteriormente modificata anche al fine di avvicinare i tempi di riscossione sui vari tipi di reddito; è stato infatti disposto che nel mese di settembre venga effettuato un versamento anticipato dell'imposta dovuta sui redditi dello stesso anno diversi da quelli soggetti a ritenuta alla fonte, commisurato al 75 per cento del tributo calcolato sulla base del reddito dell'anno precedente.

Inoltre il D.P.R. 30 giugno 1976, n. 477 ha disposto, in attuazione della delega contenuta nella legge 2 dicembre 1975, n. 576, l'esclusione degli assegni familiari dal reddito imponibile: per metà dal 1° gennaio 1977 e per intero dal 1° gennaio 1978.

Il gettito dell'imposta sostitutiva sugli interessi è piú che raddoppiato, passando da 990 a 2.020 miliardi, per gli effetti, nel primo anno di applicazione, degli anticipi permanenti nel versamento dell'imposta; prescindendo da tale modifica, l'incremento di gettito scende al 25 per cento circa.

Con il D.L. n. 46 del 18 marzo 1976 (convertito nella legge n. 249 del 10 maggio 1976) e, successivamente, con la legge n. 751 del 12 novembre 1976 sono stati disposti, per l'imposta dovuta dalle aziende di credito sugli interessi

da esse corrisposti, due versamenti anticipati (da effettuare rispettivamente entro il 31 luglio e il 30 novembre di ogni anno) ciascuno pari a 1/3 dell'imposta dovuta per l'anno precedente. Di conseguenza, in febbraio, mese in cui in precedenza veniva versato l'intero gettito del tributo, viene dal 1977 effettuato solo il conguaglio dell'imposta di pertinenza dell'anno precedente.

L'Irpeg e l'Ilor hanno dato nel complesso introiti per 1.340 miliardi, con un incremento del 48 per cento; se si tiene però conto che parte del gettito dovuto per il 1975 era stata anticipatamente versata nel 1974, il tasso di crescita scende al 23 per cento.

La ricordata legge n. 97 del 23 marzo 1977 ha istituito, anche per l'Irpeg, un acconto (da versare entro il 30 settembre di ogni anno) dell'imposta dovuta nell'anno stesso, commisurato al 75 per cento di quella calcolata sul reddito dell'anno precedente.

Il gettito delle imposte abolite dalla riforma tributaria, pur manifestando una tendenza al declino, continua a essere di notevole entità: 1.070 miliardi, contro 1.540 nel 1975.

I tributi diretti hanno infine risentito dell'incasso (225 miliardi) dell'imposta *una tantum* sui veicoli a motore istituita con il D.L. n. 648 del 18 settembre 1976 (convertito nella legge n. 730 del 30 ottobre 1976) per sostenere parte degli oneri per gli interventi resi necessari dal terremoto del Friuli.

Il gettito delle imposte indirette (16.470 miliardi contro 12.710 nell'anno precedente, al lordo dei rimborsi) è cresciuto del 30 per cento circa.

In particolare l'IVA, che da sola rappresenta con piú di 8.000 miliardi circa la metà del gettito globale delle imposte indirette, è cresciuta del 45 per cento, misura notevolmente superiore all'evoluzione dei consumi a prezzi correnti. Questo andamento si spiega, oltre che con lo slittamento al 1976 di parte del gettito (in conseguenza della ridefinizione dei contribuenti « minori ») e con l'aumento delle aliquote, anche con la piú sostenuta dinamica del valore delle importazioni che forniscono la parte del tributo probabilmente meno affetta da evasione.

Il D.L. n. 46 del 18 marzo 1976 (convertito nella legge n. 249 del 10 maggio 1976) ha aumentato le aliquote dell'IVA su alcuni prodotti mentre con la legge n. 262 del 10 maggio 1976 e con il D.L. n. 852 del 23 dicembre 1976 (convertito nella legge n. 31 del 21 febbraio 1977) sono state prorogate alcune agevolazioni. Con quest'ultimo provvedimento, con la menzionata legge 751 del 1976 e con il D.P.R. 24 dicembre 1976, n. 872 si è anche provveduto a modificare la normativa delle dichiarazioni e dei versamenti del tributo (come illustrato nell'Appendice legislativa).

Infine con il D.L. 7 febbraio 1977, n. 15 (convertito nella legge 7 aprile 1977, n. 102) sono state aumentate le aliquote del tributo, principalmente quella sui prodotti soggetti ad aliquota normale (eccetto la benzina, i gas petroliferi liquefatti e il metano) portata dal 12 al 14 per cento e quella sui beni di lusso passata dal 30 al 35 per cento.

Gli incassi per imposte di fabbricazione sugli oli minerali hanno raggiunto quasi 3.500 miliardi, con uno sviluppo del 7,4 per cento; tenendo però conto dei maggiori introiti realizzati nel 1975 a causa dell'accorciamento dei tempi di riscossione, la crescita sale al 25 per cento circa (valore analogo a quello rilevabile dai dati degli accertamenti, non influenzati dalla menzionata modifica) ed è attribuibile agli aumenti apportati alle aliquote; i consumi sono invece caduti del 3 per cento circa.

Con il già ricordato D.L. n. 46 del marzo 1976 (convertito nella legge n. 249 del 1976) l'imposta sulla benzina è stata aumentata di circa 45 lire il litro; successivamente, il D.L. 8 ottobre 1976, n. 691 (convertito nella legge n. 786 del 30 novembre 1976) ha aggravato il carico impositivo di altre 89 lire il litro. L'aumento di gettito dovuto a tali inasprimenti, tenuto conto degli effetti sui consumi, può valutarsi in circa 500 miliardi per il 1976.

Le imposte sugli affari (registro, bollo, ipotecaria, ecc.) hanno dato un gettito di 1.660 miliardi, con una crescita del 24 per cento su cui hanno notevolmente inciso le maggiorazioni delle aliquote decise nel marzo 1976 (un ulteriore inasprimento è stato apportato con il D.L. n. 854 del 23 dicembre 1976, convertito nella legge n. 36 del 21 febbraio 1977).

Sugli introiti ha, infine, inciso l'imposta sugli acquisti di valuta (318 miliardi di gettito nel 1976) in vigore dal 1° al 15 ottobre 1976 e dal 23 ottobre 1976 al 18 febbraio 1977 (leggi n. 783 del 24 novembre 1976 e n. 845 del 14 dicembre 1976).

Analisi della gestione della Cassa DD.PP. — Gli impieghi della Cassa DD.PP. sono passati da 1.990 a 2.840 miliardi a causa principalmente dello slittamento al 1976 di erogazioni di mutui non effettuate nell'ultima parte del 1975 per le astensioni dal lavoro del personale dell'istituto. I mutui a favore degli enti territoriali possono valutarsi in circa 2.240 miliardi contro 1.600 nel 1975; in particolare le operazioni in cartelle per il consolidamento di debiti di comuni hanno fatto registrare rimborsi per 40 miliardi contro pagamenti per 110 miliardi nel 1975 (tav. H 7). Di importo pressoché eguale a quello dell'anno precedente

Tav. H 7

PRINCIPALI OPERAZIONI DELLA CASSA DEPOSITI E PRESTITI

(miliardi di lire)

Voci	1975		1976 (1)	
Raccolta netta:				
Risparmio postale (2)		2.056		2.238
Conti correnti postali (3)		253		397
Emissione di cartelle		411		–62
Altri depositi		–91		–165
di cui: disponibilità di enti del settore edilizio (4)		*–83*		*–203*
Totale...		2.629		2.408
Impieghi netti:				
Mutui (5) a: enti territoriali (6)	1.598		2.242	
di cui: in contanti (6)	*1.486*		*2.277*	
in cartelle	*112*		*–35*	
aziende autonome	–11		276	
altri	171		335	
		1.758		2.853
Anticipazioni a enti territoriali		9		14
Titoli non statali		(8) 222		–30
		1.989		2.837
Altre operazioni (7)		640		–429
Totale...		2.629		2.408

(1) Dati provvisori. – (2) Secondo le risultanze delle statistiche postali, inclusa cioè la capitalizzazione degli interessi.– (3) Al netto dei conti cosiddetti "di servizio". – (4) Essenzialmente introiti per contributi Gescal e, limitatamente al 1976, per trasferimenti dal bilancio dello Stato (350 miliardi assegnati ai sensi delle leggi nn.166 e 492 del 1975), al netto degli impieghi per l'edilizia sovvenzionata. – (5) Al netto delle quote da somministrare e dei rimborsi effettivamente versati dai mutuatari. – (6) Stima. – (7) Rappresentate quasi esclusivamente dalle variazioni delle disponibilità presso la tesoreria. – (8) Essenzialmente acquisti di titoli di istituti di credito speciale effettuati con assegnazioni di bilancio.

(circa 20 miliardi) sono risultati i finanziamenti ai comuni per l'acquisizione e l'urbanizzazione di aree; a valere sul fondo di 450 miliardi costituito negli anni precedenti con assegnazioni statali (di cui 150 miliardi non ancora messi a disposizione della Cassa DD.PP.) sono stati concessi mutui per 310 miliardi ed effettuate erogazioni per 45.

Rilevanti erogazioni (circa 700 miliardi) sono state effettuate a favore degli istituti autonomi case popolari per opere di edilizia sovvenzionata. A fronte di tali esborsi la Cassa DD.PP. ha beneficiato di assegnazioni dal bilancio dello Stato per 350 miliardi e di altri introiti per 160 miliardi concernenti principalmente contributi Gescal (il corrispondente obbligo contributivo è stato prorogato al 31 dicembre 1977).

Nel 1975 a fronte di introiti per circa 275 miliardi (quasi esclusivamente per ritenute Gescal) vennero effettuate erogazioni per 360 miliardi. La riduzione degli incassi Gescal, rilevata per il 1976, è dipesa principalmente dal mancato versamento di detti contributi da parte dell'INAM.

Nell'ambito delle operazioni di raccolta, i fondi provenienti dal risparmio postale sono risultati solo di poco superiori a quelli dell'anno precedente. La sostanziale stazionarietà è dipesa quasi esclusivamente dall'andamento del differenziale tra i tassi bancari e quelli dei depositi postali: dopo la sensibile ripresa iniziata nella seconda metà del 1975, a causa sia dell'aumento apportato nell'ottobre del 1974 alla remunerazione di tale forma di depositi sia dell'andamento discendente dei tassi bancari, la raccolta postale si è ridotta a partire dal mese di aprile in conseguenza della lievitazione di questi ultimi; né è valso a ripristinare un considerevole ritmo di introiti l'ulteriore aumento apportato dal 1° luglio 1976 ai saggi d'interesse dei depositi a libretto e dei buoni postali fruttiferi.

In particolare con decreti ministeriali del 22 giugno 1976: *a*) la struttura dei tassi d'interesse, corrisposti sui buoni postali fruttiferi in base agli anni di permanenza in deposito dei fondi, è stata elevata di due punti percentuali (in particolare il tasso iniziale è stato elevato dal 7 al 9 per cento); *b*) il saggio d'interesse corrisposto sui depositi a libretto è stato innalzato dal 6 all'8 per cento per la raccolta effettuata nel territorio della Repubblica e dal 7,5 al 10 per cento per i depositi raccolti all'estero.

Le operazioni in cartelle hanno dato luogo a rimborsi netti per 60 miliardi contro collocamenti per circa 410 miliardi nel 1975; in tale anno agli acquisti delle aziende di credito, a scomputo di anticipazioni a breve termine verso comuni, si erano aggiunti quelli della Banca d'Italia e degli istituti di previdenza amministrati dal Ministero del tesoro.

Nel 1° trimestre del 1977 la Sezione autonoma per il credito comunale e provinciale ha effettuato rilevanti operazioni di mutuo per il consolidamento di debiti di alcuni importanti comuni, finanziate con il collocamento, nel dicembre del 1976, di cartelle presso le aziende di credito e in parte presso la stessa Cassa DD.PP. (405 miliardi di ricavo netto); le relative erogazioni, in attesa della concessione della garanzia statale su tali prestiti, sono state effettuate limitatamente ai due terzi dell'importo indicato.

La gestione della Cassa DD.PP. risentirà, inoltre, nel 1977 degli effetti del D.L. n. 2 del 17 gennaio 1977 (convertito nella legge n. 62 del 17 marzo 1977), esaminato piú estesamente nel paragrafo sulla finanza locale, a causa: *a*) delle operazioni in cartelle da effettuare, secondo le usuali procedure, per il consolidamento dei debiti a breve termine di province e comuni, in essere al 31 dicembre 1976,

verso tesorieri e aziende di credito (compresi quelli delle aziende di trasporto di province, comuni e loro consorzi ed esclusi invece i prefinanziamenti su mutui già deliberati); *b*) dei finanziamenti a breve termine da effettuare a favore di comuni e province a parziale copertura dei disavanzi del 1977 in sostituzione delle anticipazioni bancarie vietate con la stessa legge; gli esborsi aggiuntivi della Cassa DD.PP. per il 1977 sono stati valutati in 3.300 miliardi, inclusi gli oneri per interessi connessi con il reperimento dei fondi.

Analisi della gestione delle aziende autonome. — Il disavanzo di cassa delle aziende autonome è cresciuto da 1.150 a 1.400 miliardi a causa del piú rilevante squilibrio dei conti delle Ferrovie, compensato in parte dall'andamento di quelli delle altre aziende (tav. H 8).

Tav. H 8

AZIENDE AUTONOME STATALI: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(competenza e residui; miliardi di lire)

Incassi	1975	1976	Pagamenti	1975	1976
Redditi patrimoniali	43	31	Retribuzioni al personale .	2.408	2.792
Vendita di beni e servizi . . .	2.048	2.800	Acquisto di beni e servizi .	1.210	1.293
Trasferimenti	1.401	1.326	Interessi	325	380
di cui: dallo Stato (2) . . .	*1.355*	*1.289*	Altre spese (4)	229	233
Altre entrate	59	76	Totale, parte corrente . . .	4.172	4.698
Totale, parte corrente . . .	3.551	4.233			
			Spese in conto capitale (3)	982	1.370
Entrate in conto cap. (3) (4)	450	439	*di cui:* investim. diretti .	*946*	*1.328*
di cui: tras. dallo Stato (2)	*417*	*422*	Totale generale (3) . . .	5.154	6.068
Totale generale (3) . . .	4.001	4.672			
Disavanzo (–):					
di parte corrente	*–621*	*–465*			
del conto capitale	*–532*	*–931*			
Totale . . .	*–1.153*	*–1.396*			
Indebitamento netto (5) . .	*–1.148*	*–1.388*			

(1) Dalla Relazione generale sulla situazione economica del paese; i dati del 1976 sono provvisori. – (2) Desunti dall'analisi dei trasferimenti iscritti nel bilancio dello Stato (tav. H 4). – (3) Escluse le operazioni di indebitamento. – (4) Senza considerare gli ammortamenti. – (5) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (–).

L'accrescimento è dipeso dalle operazioni del conto capitale e, in particolare, dall'aumento delle spese per investimenti connesso con l'attuazione del programma di interventi straordinari per le Ferrovie (legge n. 377 del 14 agosto 1974) e di quello per i servizi telefonici e postali (leggi n. 15 del 23 gennaio 1974 e n. 227 del 7 giugno 1975).

L'incremento di queste spese è stato pari all' 88 per cento per le F.S., al 50 per l'Azienda per i servizi telefonici e al 40 per le Poste; i pagamenti per investimenti dell'ANAS sono invece risultati, come nell'anno precedente, pressoché stazionari pur in presenza di un ampio sviluppo dei prezzi delle opere pubbliche.

Il disavanzo di parte corrente si è per contro ridotto, nonostante la lieve diminuzione dei trasferimenti dello Stato, a causa del sensibile aumento degli introiti per vendite di beni e servizi (pari al 37 per cento), determinato principalmente dagli aumenti delle tariffe e, in minor misura, dal versamento da parte della SIP di quote pregresse di proventi spettanti all'Azienda dei telefoni.

La riduzione dei trasferimenti correnti dello Stato è dipesa dal concentrarsi nel 1975 dei versamenti per contributi straordinari per la perequazione del trattamento economico dei dipendenti pubblici e, in minor misura, dalla diminuzione dei trasferimenti del Tesoro alle Ferrovie effettuati ai sensi della normativa comunitaria.

Oltre agli inasprimenti apportati nel corso del 1975, cui si è già fatto cenno nella Relazione dello scorso anno, sono stati decisi aumenti delle tariffe: *a*) postali, del 30 per cento da gennaio e del 12 per cento da novembre; *b*) dei tabacchi, del 15 per cento da marzo e del 12 per cento da ottobre; *c*) ferroviarie, del 10 per cento da dicembre e del 20 per cento da marzo 1977; *d*) telefoniche del 25 per cento da gennaio 1977. I maggiori introiti derivanti da questi aumenti tariffari possono valutarsi in circa 250 miliardi per il 1976 e in 750 miliardi nel 1977.

Nel corso degli anni sessanta e della prima metà degli anni settanta i proventi tariffari avevano coperto una quota decrescente delle spese correnti (compresi gli ammortamenti) delle aziende autonome che forniscono beni e servizi destinabili alla vendita (Ferrovie, Poste, Monopoli, Telefoni); dal 1975 la tendenza si è invertita e tale quota è risalita dal valore minimo pari al 50 per cento, raggiunto nel 1974, al 60 per cento circa nel 1976, livello ancora inferiore, però, rispetto a quello medio degli anni sessanta.

Lo sviluppo delle spese correnti, pari al 13 per cento circa, è stato principalmente determinato dall'evoluzione delle spese per retribuzioni, accresciutesi del 18 per cento (al netto dell'assunzione a carico dello Stato degli oneri per il fondo di quiescenza dei Monopoli) a causa soprattutto degli aumenti previsti nel contratto triennale e dell'applicazione del nuovo sistema di scala mobile. Le spese per interessi, nonostante la lievitazione dei saggi, hanno fatto registrare un aumento abbastanza contenuto (pari al 17 per cento). Il finanziamento sul mercato è risultato limitato: le Ferrovie hanno continuato a coprire il loro disavanzo con apporti dello Stato, mentre le loro operazioni sul mercato obbligazionario sono state di scarso rilievo (rimborsi netti

per 85 miliardi contro collocamenti netti per 35 miliardi nel 1975). Invece le Poste, che nell'anno precedente avevano potuto ridurre il ricorso alla tesoreria a causa delle cospicue concessioni di credito del bilancio statale, hanno contratto mutui per 280 miliardi presso la Cassa DD.PP. e l'ANAS ha collocato presso l'Istituto di emissione titoli per 130 miliardi destinati al finanziamento degli investimenti.

Previsioni per il 1977. — Le previsioni di cassa del settore statale per l'anno 1977, presentate in gennaio al Parlamento dal Ministro del tesoro ai sensi della legge n. 249 del 10 maggio 1976 e aggiornate in occasione delle consultazioni con il Fondo monetario internazionale, mostrano un fabbisogno di 13.400 miliardi (compresi conferimenti di bilancio a istituti di credito speciale per 300 miliardi e i maggiori esborsi della Cassa DD.PP. ai sensi del D.L. n. 2 del 17 gennaio 1977, già menzionato, pari a 3.300 miliardi).

Tale valutazione implica (come già rilevato) il reperimento di ulteriori entrate, per circa 1.000 miliardi, per finanziare i trasferimenti all'INAM connessi con la fiscalizzazione dei contributi per l'assistenza malattia a carico delle imprese per il periodo 1° luglio 1977 - 31 gennaio 1978.

La flessione, rispetto ai dati consuntivi del 1976, è pari a circa 4.200 miliardi (escludendo per omogeneità di raffronto i menzionati esborsi aggiuntivi della Cassa DD.PP.) e dipende dagli inasprimenti tributari e tariffari e dal contenimento delle erogazioni a favore di altri enti del settore pubblico.

Infatti, se l'analisi viene estesa al settore piú ampio (anch'esso considerato nella « lettera di intenti ») che include anche la quota delle esigenze finanziarie degli enti territoriali e previdenziali, degli ospedali e dell'ENEL non coperta da assegnazioni statali, la flessione del fabbisogno risulta piú limitata (da 18.700 a 16.450 miliardi) nonostante che in tali valutazioni siano impliciti, come già ricordato, ulteriori aumenti di entrate e riduzioni di spese.

Il gettito degli inasprimenti fiscali e tariffari (sinora adottati nell'ambito del programma di stabilizzazione avviato nell'autunno del 1976) che affluisce al settore statale (escludendo quindi quello di pertinenza dell'ENEL) può valutarsi in circa 5.400 miliardi. In particolare: *a*) le imposte dirette risentiranno dell'incasso di circa 1.400 miliardi, derivanti dagli anticipi dell'Irpef e dell'Irpeg e dalla rivalutazione degli imponibili catastali, compensato in parte da alcuni sgravi ai fini dell'Irpef (detrazioni per i redditi piú bassi per fronteggiare l'aumento della benzina, esenzione parziale degli assegni familiari, ecc.); *b*) le imposte indirette forniranno un maggior gettito di circa 3.500 miliardi, derivanti dall'IVA, dalle imposte sugli oli minerali, dalle imposte sugli affari e da altre minori; *c*) le tariffe di vendita dei prodotti delle aziende autonome dovrebbero dar luogo, infine, a maggiori entrate per quasi 500 miliardi.

La politica del debito pubblico.

Nel 1976 il finanziamento del settore statale è stato assicurato principalmente con creazione di mezzi monetari: l'insorgere di nuove tensioni nel mercato obbligazionario, l'istituzione del deposito obbligatorio sugli acquisti di valuta, nonché gli altri interventi restrittivi della base monetaria delle aziende di credito non hanno consentito infatti al Tesoro di finanziare in misura consistente il proprio fabbisogno mediante il collocamento di titoli sul mercato (tavv. H 2 e aH 5).

Gli acquisti netti di titoli statali a medio e a lungo termine da parte delle aziende di credito e del pubblico sono risultati di molto inferiori a quelli dell'anno precedente: 640 contro 1.790 miliardi, al netto di quelli concernenti le operazioni di consolidamento di debiti di enti pubblici che hanno sostituito nell'attivo delle aziende di credito un pari ammontare di impieghi.

Anche i collocamenti netti di BOT sul mercato sono risultati di importo piú limitato: 2.180 miliardi contro oltre 5.000 nel 1975, nonostante l'aumento degli acquisti netti da parte degli « altri detentori » (passati da 650 a 1.340 miliardi; tav. aH 4). L'esistenza all'inizio dell'anno di un elevato quantitativo di BOT (circa 7.500 miliardi), con vita media residua di circa cinque mesi, ha reso necessari ingenti collocamenti lordi; per effettuare tali sottoscrizioni si è reso necessario, come descritto nel paragrafo sulla base monetaria, innalzare i saggi d'interesse di questi titoli e inoltre, date le preferenze manifestate dai sottoscrittori, ridurre le scadenze.

Conseguentemente la creazione di base monetaria attraverso il Tesoro, nonostante la sostanziale stazionarietà del fabbisogno (al netto dei menzionati collocamenti di titoli per i consolidamenti), è risultata di gran lunga superiore a quella dell'anno precedente. In particolare lo sviluppo è derivato dai piú ampi finanziamenti dell'Istituto di emissione, passati da 5.410 a 9.280 miliardi principalmente per la sensibile espansione degli acquisti netti di titoli (da 5.400 a 7.930 miliardi, al netto dei BOT acquistati per l'impiego delle disponibilità provenienti dalla estinzione degli analoghi titoli vincolati a riserva delle aziende di credito).

Il ricorso all'Istituto di emissione ha cosí superato, di circa 3.300 miliardi (escludendo l'acquisto dei titoli per i consolidamenti di debiti degli istituti mutualistici), il limite di 5.700 miliardi fissato dalla CEE nel marzo del 1976; a proposito di tale eccedenza bisogna tenere

conto delle conseguenze della istituzione, nel maggio dello stesso anno, del deposito obbligatorio sugli acquisti di valuta, che ha indotto le aziende di credito a ridurre gli acquisti di BOT, che sono stati invece effettuati dalla Banca d'Italia alla quale è affluito l'anzidetto deposito.

Gli enti di previdenza.

L'analisi della gestione degli enti di previdenza, contenuta nella Relazione generale sulla situazione economica del paese, mostra un lieve accrescimento dell'indebitamento netto (da 2.830 nel 1975 a 2.900 miliardi). La riduzione dello squilibrio tra contributi e prestazioni, determinata dagli inasprimenti contributivi apportati dal 1° giugno 1975 e dal 1° gennaio 1976 e dalla stazionarietà delle erogazioni per la spesa sanitaria, è stata infatti piú che compensata dalla rilevante crescita delle spese per interessi, per retribuzioni e, in minor misura, di quelle per l'acquisto di beni e servizi. I trasferimenti netti allo Stato sono rimasti invece pressoché invariati: all'aumento dei versamenti da parte degli enti mutualistici (per il finanziamento dell'assistenza ospedaliera e degli oneri connessi con il consolidamento dei loro debiti) si è infatti contrapposto lo sviluppo delle assegnazioni dello Stato a favore dell'INPS principalmente per le occorrenze del Fondo sociale (dal 1976 interamente a carico dello Stato) (tav. H 9).

Le erogazioni per interessi hanno risentito, oltre che dell'accrescersi del debito e dei saggi, delle piú ampie iscrizioni nel bilancio di cassa dell'INAM degli oneri maturati sui debiti contratti con le aziende di credito e, in minor misura, degli effetti del decreto ministeriale 25 agosto 1976 (con esso è stata data attuazione al disposto della legge n. 370 del 1974 stabilendo nell'1 per cento e nel 5 per cento il saggio di interesse che l'INPS deve corrispondere, dal settembre 1974, sui debiti contratti con le Poste eccedenti il credito verso lo Stato, rispettivamente sino all'entrata in vigore del detto decreto e in epoca successiva). Sullo sviluppo delle retribuzioni hanno influito, oltre agli oneri derivanti dal nuovo meccanismo di scala mobile, gli aumenti concessi al personale in applicazione del riassetto del parastato (legge n. 70 del 1975).

Il rapporto tra il gettito dei contributi sociali e il prodotto interno lordo, nonostante i menzionati aumenti delle aliquote, si è mantenuto intorno al 14 per cento, a causa della piú contenuta evoluzione del reddito da lavoro dipendente in confronto a quella del reddito nazionale. La quota delle prestazioni sociali rispetto al prodotto interno lordo

si è invece ridotta (dal 15 a poco piú del 14 per cento) nonostante gli aumenti apportati ai trattamenti pensionistici, a causa principalmente della menzionata stazionarietà delle erogazioni per l'assistenza medica e farmaceutica, su cui hanno influito i piú ampi rinvii di pagamenti, determinati dalle difficoltà finanziarie in cui versano gli istituti mutualistici.

Tav. H 9

ENTI DI PREVIDENZA: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976
Incassi			
Contributi sociali (2)	12.829	16.040	19.657
Trasferimenti da Stato e altri enti pubblici	2.089	1.378	2.088
Altri trasferimenti	126	194	207
Redditi da capitale	380	418	449
Vendita di beni e servizi	86	95	104
Totale, parte corrente	15.510	18.125	22.505
Entrate in conto capitale (3)	–	2.298	402
Totale generale	15.510	20.423	22.907
Pagamenti			
Prestazioni economiche (4)	11.316	14.948	17.940
Prestazioni sanitarie (5)	2.925	2.144	2.196
Trasferimenti a Stato e altri enti pubblici (6)	408	2.415	3.186
Retribuzioni al personale	626	667	849
Acquisto di beni e servizi	252	322	419
Interessi	165	94	400
Altri trasferimenti	39	62	69
Totale, parte corrente	15.731	20.652	25.059
Spese in conto capitale	240	2.602	749
di cui: investimenti diretti	*163*	*227*	*270*
rimborsi a ospedali e a case di cura	–	*2.298*	*402*
Totale generale	15.971	23.254	25.808
Disavanzo (–)			
di parte corrente	–221	–2.527	–2.554
del conto capitale	–240	–304	–347
Indebitamento netto	–461	–2.831	–2.901

(1) Dalla Relazione generale sulla situazione economica del paese. I dati del 1976 sono provvisori. – (2) Contributi a carico della produzione effettivamente incassati nell'anno. – (3) Trasferimenti statali per il ripianamento di parte dei debiti degli istituti mutualistici verso ospedali e case di cura. – (4) Pensioni, rendite, indennità e assegni familiari. – (5) Essenzialmente erogazioni per assistenza medica, farmaceutica e, limitatamente al 1974, ospedaliera. – (6) Costituiti principalmente da versamenti degli istituti mutualistici allo Stato di quote di contributi, per il finanziamento dell'assistenza ospedaliera e degli oneri connessi con il consolidamento di debiti di cui alla nota (5).

Un'analisi di lungo periodo degli interventi dell'Amministrazione pubblica nel campo sociale mostra un notevole aumento dei pagamenti, concentratosi soprattutto negli anni settanta: il rapporto tra prestazioni sociali e prodotto interno lordo che si era accresciuto moderatamente, passando da un valore medio del 10 per cento circa negli anni cinquanta al 15 per cento nel 1970, si è successivamente elevato al 19 per cento nel 1975 e nel 1976.

La crescita è principalmente dipesa dall'andamento delle erogazioni per pensioni riferibile allo sviluppo degli importi medi pagati (piú che raddoppiati tra il 1970 e il 1975; nello stesso periodo il costo della vita è aumentato di circa il 70 per cento) nonché a quello del numero dei trattamenti accresciutosi di oltre un quinto tra il 1970 e il 1975 anche per la sostanziale larghezza nell'ammissione ai benefici e per la mancanza di una adeguata disciplina del cumulo delle pensioni e di queste con le retribuzioni.

Il numero delle pensioni è cresciuto principalmente in seguito alla graduale entrata a regime (ancora non completa) delle gestioni dei lavoratori autonomi, all'istituzione nel 1969 delle pensioni sociali nonché al rilevante accrescimento delle pensioni di invalidità; quest'ultimo è riferibile, oltre che alle modifiche apportate ai criteri di ammissione a tali benefici (in particolare, la considerazione delle condizioni socio-economiche della provincia e l'estensione agli operai della piú favorevole misura — 50 per cento — della perdita di capacità di guadagno necessaria per il riconoscimento del diritto alla pensione per gli impiegati; con la legge n. 160 del 1975 tale misura è stata peraltro elevata per entrambe le categorie di lavoratori ai due terzi), all'incremento di tali trattamenti nell'ambito della gestione per i lavoratori autonomi per i quali l'età minima per il pensionamento di vecchiaia è superiore a quella richiesta per i lavoratori dipendenti.

Lo sviluppo degli importi medi delle pensioni può essenzialmente attribuirsi, oltre che agli aumenti piú volte apportati per legge, al passaggio, per il fondo INPS lavoratori dipendenti, dal sistema di liquidazione basato sui contributi versati a quello fondato sulla retribuzione percepita e all'agganciamento delle pensioni alla dinamica dei prezzi (attuato in particolare per l'INPS dal 1971 e per l'INAIL dal 1965) e, per una parte di esse, anche a quella delle retribuzioni in termini reali (rendite INAIL, pensioni del fondo lavoratori dipendenti dell'INPS, di importo uguale o superiore al livello minimo, e quelle dei dipendenti pubblici).

E' da prevedere che l'onere per i trattamenti pensionistici in rapporto al prodotto interno lordo continuerà a crescere nei prossimi anni in conseguenza, oltre che dei fattori già menzionati, del graduale incremento (stabilito per legge) dell'importo corrisposto per ciascun punto di aumento dell'indice della scala mobile che dovrebbe dar luogo, per le pensioni del fondo lavoratori dipendenti dell'INPS superiori al livello minimo, a una elasticità rispetto ai prezzi maggiore dell'unità (fino a quando tale effetto non verrà riassorbito dall'evoluzione degli importi medi dei trattamenti derivante da fattori diversi dalla scala mobile).

Anche i pagamenti per prestazioni sanitarie si sono accresciuti in misura molto elevata, passando da un valore medio dell'1,5 per cento del prodotto interno lordo negli anni cinquanta al 4 per cento nel 1976. Sia il livello sia l'evoluzione della spesa sanitaria dovrebbero essere in realtà superiori in quanto una quota elevata e crescente dell'onere non è inclusa nei dati esaminati essendo stata finanziata con il ricorso all'indebitamento degli istituti mutualistici e dei comuni con ospedali, fornitori e case di cura. Tenendo conto di una valutazione di tali partite, la spesa sanitaria si può stimare che sia risultata nel 1976 pari all'incirca al 6 per cento del prodotto interno lordo. Un recente disegno di legge di iniziativa governativa, che prevede l'istituzione del servizio sanitario nazionale, stabilisce nella stessa misura l'ammontare massimo di risorse da destinare a tal fine: la prevista razionalizzazione della struttura e il contenimento della domanda di presta-

zioni, che verrà realizzato tra l'altro ponendo a carico dell'assicurato una quota del prezzo di vendita dei prodotti farmaceutici, dovrebbe consentire di compensare i maggiori oneri derivanti dall'estensione e dal miglioramento dei servizi.

Un'analisi piú dettagliata delle operazioni del settore è possibile sulla base dei dati della tavola H 10 nella quale viene riportata la gestione consolidata dei quattro piú importanti istituti del settore (INPS, INAM, INAIL e istituti di previdenza amministrati dal Tesoro). Anche tale elaborazione mostra un lieve accrescimento del disavanzo che passa da 2.730 a 2.810 miliardi a causa dell'ampliarsi dello squilibrio delle gestioni dell'INPS e dell'INAM solo in parte compensato dai piú cospicui avanzi realizzati dall'INAIL e dagli istituti di previdenza amministrati dal Tesoro (tavv. H 10 e aH 6).

Lo sviluppo delle prestazioni economiche è risultato pari, a causa dei fattori già menzionati, al 23 per cento e quello dei contributi al 24 per cento, misura di poco superiore all'evoluzione della massa salariale, in conseguenza degli inasprimenti apportati alle aliquote dell'INPS e della riscossione di partite pregresse da parte degli istituti di previdenza amministrati dal Tesoro.

Sulle erogazioni dell'INPS ha principalmente inciso l'applicazione del nuovo sistema di agganciamento delle pensioni alla dinamica dei prezzi e a quella delle retribuzioni in termini reali disposta con la legge n. 160 del 1975; in particolare: *a*) le pensioni del fondo lavoratori dipendenti superiori al livello minimo sono state aumentate di un importo fisso pari a 18.096 lire mensili, a titolo di adeguamento all'evoluzione dei prezzi, e di una misura percentuale pari al 6,9 per cento, per tener conto dell'accrescimento delle retribuzioni in termini reali (un ulteriore incremento di 22.680 lire mensili in misura fissa e del 5,1 per cento è andato in vigore dal gennaio 1977); *b*) le pensioni, al livello minimo, dei lavoratori dipendenti sono state accresciute del 19,7 per cento per tener conto dell'evoluzione delle retribuzioni in termini monetari (un altro aumento del 19 per cento è andato in vigore dal 1977); *c*) il meccanismo di adeguamento all'evoluzione dei prezzi ha dato luogo per tutte le altre pensioni a carico dell'istituto a un aumento del 20,5 per cento (e del 13,9 per cento dal 1977). Gli esborsi derivanti da tali aumenti sono valutabili in circa 1.800 miliardi (2.100 nel 1977); i maggiori oneri, rispetto alla normativa precedente, che possono stimarsi intorno a 1.000 miliardi sono stati in larga misura coperti dagli inasprimenti contributivi disposti con la stessa legge.

La quota delle pensioni di invalidità rispetto al totale ha continuato ad accrescersi passando dal 42,1 al 42,7 per cento nonostante le ricordate modifiche apportate dalla legge n. 160 del 1975 ai requisiti necessari per la loro assegnazione; il peso di tali erogazioni è rimasto pressoché invariato: in tali trattamenti assumono particolare rilievo le pensioni al livello minimo il cui aumento è stato inferiore a quello delle altre categorie.

Le erogazioni della Cassa integrazione guadagni hanno continuato ad accrescersi (da 280 a 370 miliardi), nonostante la contrazione del numero delle ore di integrazione, a causa sia di slittamenti di pagamenti sia della lievitazione delle retribuzioni. L'aumento degli interventi straordinari per ristrutturazioni aziendali (da 55 a 94 milioni di ore) e di quelli ordinari per l'edilizia (da 54 a 69 milioni di ore) è stato infatti piú che compensato dalla riduzione avvenuta negli altri

Tav. H 10

PRINCIPALI ISTITUTI DI PREVIDENZA: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(miliardi di lire)

Voci	1975		1976 (2)	
Operazioni di parte corrente				
Contributi (3)		13.252		16.384
Prestazioni: economiche (–) (4)	–13.715		–16.818	
di cui: indennità di disoccupazione	*–280*		*–340*	
Cassa integrazione guadagni	*–283*		*–373*	
sanitarie (–) (5)	–3.095		–2.103	
di cui: rimborsi a ospedali e case di cura	*–1.412*		*–256*	
		–16.810		–18.921
Concorso dello Stato (6)		2.687		2.174
di cui: consolidamenti debiti INAM		*1.441*		*261*
Rendite patrimoniali		252		239
Spese di amministrazione (–) (7)		–573		–763
Trasferimenti allo Stato (–) (8)		–1.540		–1.930
Altre (9)		2		7
TOTALE		–2.730		–2.810
Operazioni del conto capitale				
Immobili	31		66	
Titoli di stato (10) (11)	59		92	
Altri titoli (10)	–13		–53	
Mutui (12)	117		118	
		194		223
Disponibilità presso la tesoreria statale (13)		–150		76
Indebitamento col settore creditizio (–) (14)		137		–60
Indebitamento con l'Amministrazione postale (–) (15)		–2.906		–2.952
Altre (16)		–5		–97
TOTALE		–2.730		–2.810

(1) Sono presi in considerazione: l'Istituto nazionale della previdenza sociale (INPS), l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro le malattie (INAM), l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro (INAIL) e gli istituti di previdenza amministrati dal Ministero del tesoro. – (2) Dati provvisori e in parte stimati. – (3) Contributi a carico della produzione effettivamente incassati nell'anno, al netto delle somme riscosse per conto di altri enti. – (4) Erogazioni essenzialmente per pensioni, assegni familiari, disoccupazione e indennità di malattia. – (5) Essenzialmente erogazioni dell'INAM per assistenza medica e farmaceutica e rimborsi a ospedali e case di cura finanziati con trasferimenti di bilancio. – (6) Somme erogate, per la maggior parte all'INPS ed all'INAM, per contributi sia dell'anno in corso sia dei precedenti, inclusi i trasferimenti per il consolidamento di debiti di cui alla nota precedente. – (7) Quali risultano dai bilanci degli enti, esclusi quindi gli oneri relativi al personale sanitario e compresi gli oneri previdenziali degli istituti considerati. – (8) Per il finanziamento del fondo nazionale ospedaliero e la copertura degli oneri derivanti dalle operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici. – (9) Incluse le contribuzioni varie. – (10) Valori di bilancio. – (11) Incluse le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro. – (12) Al netto delle quote da erogare e incluse le annualità statali scontate ed i prestiti contro cessione di stipendio. – (13) Quali risultano dai bilanci degli istituti. – (14) Al netto delle variazioni dei depositi. – (15) Variazioni del debito dell'INPS nei confronti dell'Amministrazione postale al netto dei movimenti dei cc/cc postali intestati agli istituti considerati. – (16) La voce comprende, oltre all'aumento dei mobili e delle attrezzature, il movimento degli altri crediti al netto degli altri debiti, sempre in termini di cassa, escluse cioè le partite aventi natura di residui; eccedenza di partite debitorie (–).

settori (da 234 a 153 milioni di ore). I pagamenti della gestione disoccupazione sono aumentati da 280 a 340 miliardi principalmente per la lievitazione dell'importo medio dei sussidi connessa con l'evoluzione delle retribuzioni.

La gestione dell'INAM ha fatto registrare un aumento del disavanzo a causa soprattutto dell'evoluzione dei menzionati versamenti allo Stato. Le liquidazioni di debiti pregressi verso ospedali e case di cura finanziate con assegnazioni statali si sono ridotte da 1.410 a 260 miliardi circa.

L'INAIL ha invece beneficiato del contenuto sviluppo delle erogazioni per rendite che nell'anno precedente erano risultate particolarmente rilevanti a causa del pagamento di arretrati connesso con la rivalutazione triennale apportata alle stesse dal 1° luglio 1974 (in applicazione di detto meccanismo, che collega le rendite con le retribuzioni, dal 1° luglio 1977 andrà in vigore un ulteriore aumento pari in media a oltre il 90 per cento).

Il piú ampio avanzo degli istituti di previdenza amministrati dal Tesoro è invece dipeso da rilevanti introiti contributivi per partite pregresse che hanno piú che compensato i maggiori oneri connessi, oltre che con il nuovo sistema di scala mobile, con l'aumento apportato ai trattamenti con la legge n. 177 del 29 aprile 1976. Con tale legge sono state disposte: *a*) una rivalutazione dal 1975 delle pensioni, graduata in base al loro importo e all'epoca di liquidazione; *b*) l'agganciamento delle stesse, dal 1976, alla dinamica salariale in termini reali. I maggiori oneri (inclusi gli arretrati) possono valutarsi in oltre 200 miliardi.

Di una certa rilevanza è stato l'aumento degli investimenti in immobili effettuati dagli istituti di previdenza amministrati dal Tesoro. Le operazioni in titoli sono rimaste invece pressoché stazionarie: agli ampi acquisti di BOT da parte dell'INAIL sono corrisposti cospicui rimborsi di titoli a medio e a lungo termine nel portafoglio degli altri istituti. Le disponibilità bancarie degli enti considerati si sono ridotte anche se di un importo limitato. L'INPS, come nell'anno precedente, ha finanziato il proprio disavanzo esclusivamente con il ricorso alla Amministrazione postale mentre l'INAM ha accresciuto il debito con le aziende di credito e ritardato il versamento di contributi riscossi per conto di altre amministrazioni (in particolare di quelli Gescal da versare alla Cassa DD.PP.).

La finanza locale.

Nel 1976 il disavanzo degli enti locali, quale risulta dalle valutazioni contenute nella Relazione generale sulla situazione economica del paese, è diminuito da 3.650 a 3.020 miliardi, a causa principalmente del notevole aumento dei fondi trasferiti dallo Stato, da 4.320 a 7.070 miliardi, esclusi quelli per l'assistenza ospedaliera passati da 2.225 a 2.950 miliardi (tav. H 11).

Tav. H 11

AMMINISTRAZIONE LOCALE: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976
Incassi			
Entrate tributarie (2)	1.113	1.100	1.177
Trasferimenti dallo Stato e da altri enti pubblici	3.470	6.014	8.181
di cui: per assistenza ospedaliera	–	*2.225*	*2.950*
Altri trasferimenti	511	575	661
Redditi da capitale	258	284	318
Vendita di beni e servizi	223	249	279
Totale, parte corrente	5.575	8.222	10.616
Entrate in conto capitale (3)	1.102	931	2.736
di cui: dallo Stato (4)	*850*	*672*	*2.323*
riscossioni di crediti	*138*	*218*	*363*
Totale generale (3)	6.677	9.153	13.352
Pagamenti			
Acquisto di beni e servizi	1.287	1.677	2.046
Retribuzioni al personale	2.292	2.716	3.452
Interessi	1.075	1.384	1.608
Trasferimenti (5)	1.374	4.162	5.137
di cui: per assistenza ospedaliera	–	*2.225*	*2.950*
Totale, parte corrente	6.028	9.939	12.243
Spese in conto capitale (6)	2.103	2.859	4.129
di cui: investimenti diretti	*1.312*	*1.776*	*2.646*
crediti e partecipazioni	*517*	*644*	*647*
Totale generale (6)	8.131	12.798	16.372
Disavanzo (–)			
di parte corrente	–453	–1.717	–1.627
del conto capitale	–1.001	–1.928	–1.393
Totale	–1.454	–3.645	–3.020
Indebitamento netto (7)	–1.075	–3.219	–2.736

(1) Dati di contabilità nazionale contenuti nella Relazione generale sulla situazione economica del paese. Gli importi delle concessioni e delle riscossioni di credito relative al 1976 sono il risultato di valutazioni. Include gli enti territoriali (regioni, province e comuni) e gli altri enti minori dell'amministrazione locale. I dati del 1976 sono provvisori. – (2) Al netto dei contributi sociali figurativi. – (3) Escluse le accensioni di prestito e gli ammortamenti. – (4) Desunti dall'analisi dei trasferimenti del bilancio dello Stato. – (5) Incluse imposte e tasse. – (6) Esclusi i rimborsi di prestiti. – (7) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (–).

Sulla crescita dei trasferimenti dallo Stato hanno, come già rilevato, influito anche alcune modifiche introdotte nei rapporti finanziari tra Stato ed enti locali. In particolare: *a*) con la legge 10 maggio 1976, n. 356 è stato aumentato il fondo comune regionale per il 1976 ed è stato inoltre introdotto, per il suo adeguamento annuale (sino al 1981), un meccanismo basato sull'evoluzione del gettito delle entrate tributarie erariali; *b*) con la stessa legge sono stati stabiliti nuovi criteri per determinare (sempre sino al 1981) l'ammontare del fondo per i programmi regionali di sviluppo; in particolare esso risulta composto di un ammontare, fissato in 315 miliardi per il 1976, rivalutato annualmente in misura pari all'evoluzione dei prezzi impliciti del prodotto interno lordo, e di una somma, stabilita con legge di bilancio, che ingloba anche stanziamenti previsti da leggi di contenuto particolare; *c*) la legge 26 aprile 1976, n. 189 ha aumentato l'entità dei trasferimenti sostitutivi dei tributi propri delle province e dei comuni aboliti dalla riforma tributaria: le percentuali di incremento previste dal D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 638 sono state portate per il 1976 dal 10 al 18 per cento per i tributi diretti e dal 7,5 al 15,5 per cento per quelli indiretti. Un disegno di legge presentato dal Ministro del tesoro, attualmente in discussione alla Camera, stabilisce che per il 1977 tali tassi di incremento siano pari al 25 per cento per entrambe le categorie di tributi.

Le entrate tributarie si sono lievemente accresciute passando da 1.100 a 1.180 miliardi (7 per cento in piú).

Tra di esse l'Invim, secondo i dati di competenza (gli unici disponibili), ha superato i 180 miliardi, con un aumento di 75 miliardi, in conseguenza principalmente del primo versamento decennale effettuato dai proprietari di immobili diversi dalle persone fisiche, a norma della legge 22 dicembre 1975, n. 694 che ha modificato il D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 643, istitutivo del tributo.

L'analisi dei pagamenti, effettuata sulla base delle valutazioni contenute nella menzionata Relazione generale, mostra che gli investimenti diretti sono aumentati del 49 per cento, passando da 1.780 a 2.650 miliardi; queste spese, insieme con i contributi agli investimenti (passati da 410 a quasi 800 miliardi), hanno consentito di espandere notevolmente gli interventi nei settori dell'industria, dell'igiene e sanità, dei trasporti e dell'edilizia abitativa. Incrementi sensibili (27 per cento in piú) si sono anche verificati nelle retribuzioni, passate da 2.720 a 3.450 miliardi, e nei contributi alla produzione. Al contrario la dinamica degli interessi è risultata piuttosto contenuta (16 per cento in piú) nonostante la crescita della consistenza dei debiti e dei tassi d'interesse.

Dall'analisi basata sulle statistiche degli enti finanziatori emerge che la posizione debitoria degli enti territoriali (comuni, province e regioni) è aumentata di 4.700 miliardi contro 4.120 nel 1975 (tav. H 12); in particolare, è cresciuto l'apporto della Cassa DD.PP. e delle aziende di credito, si sono ridotti gli impieghi degli istituti di credito speciale mentre le operazioni sul mercato obbligazionario hanno dato luogo a rimborsi netti, sia pure di lieve entità.

La difformità tra l'evoluzione della posizione debitoria degli enti territoriali e il disavanzo indicato nella tavola H 11 si spiega, oltre che con gli sfasamenti esistenti (come posto in rilievo nella Relazione dello scorso anno) tra le due rilevazioni, principalmente con l'andamento dei depositi di questi enti presso le aziende di credito e la tesoreria e con l'inclusione, nei conti dell'amministrazione locale, degli altri enti minori che non sono invece presi in considerazione nella tavola H 12.

Tav. H 12

ENTI TERRITORIALI: RICORSO AI DEBITI INTERNI

(miliardi di lire)

Voci	1975				1976			
	Reg.	Prov.	Com.	Totale	Reg.	Prov.	Com.	Totale
Tesoro				10				6
Cassa DD.PP. (1)	–	230	1.377	1.607	–	450	1.806	2.256
Aziende di credito (2)	105	243	1.045	1.393	70	193	1.602	1.865
Istituti di credito speciale (2)	47	124	496	667	42	66	350	458
Istituti di assicurazione e di previdenza (2) (3)				151				123
Emissioni obbligazionarie	–	–	295	295	–	–	–10	–10
Totale				4.123				4.698

(1) Mutui e anticipazioni come da tavola H 7. – (2) Variazione degli impieghi. – (3) Esclusi i debiti per mancato pagamento di oneri sociali.

Lo sfasamento riguardante il 1975 che, come messo in evidenza nella scorsa Relazione, aveva raggiunto un valore eccezionalmente elevato, risulta sensibilmente ridotto sulla base dei dati definitivi della contabilità nazionale disponibili quest'anno.

Con il già ricordato D.L. 17 gennaio 1977, n. 2 (convertito, con modifiche, nella legge 17 marzo 1977, n. 62), in attesa di interventi strutturali di riordinamento della finanza dei comuni e delle province, che dovrebbero essere avviati entro il 1977 in base alla legge delega per la riforma tributaria, è stato disposto il consolidamento delle anticipazioni bancarie di questi enti nonché il divieto di ricorrere ulteriormente a finanziamenti a breve termine (fanno eccezione le anticipazioni delle regioni e quelle dei tesorieri nei limiti, queste ultime, dei 3/12 delle entrate accertate nell'anno precedente). Inoltre è stato stabilito che gli enti debbano formulare, entro il marzo del 1978, piani di riorganiz-

zazione dei loro servizi (da realizzare prioritariamente mediante la mobilità del personale) e, in particolare, programmi per il trasporto pubblico da finanziare attraverso la costituzione di un « fondo nazionale dei trasporti ». Infine, viene fatto per il 1977 divieto a questi enti (e alle loro aziende di trasporto) di aumentare il numero dei dipendenti eccetto che nei casi tassativamente previsti.

Il rimborso dei mutui contratti con la Cassa DD.PP. per gli anzidetti consolidamenti (che riguardano anche i debiti delle aziende di trasporto dei comuni, province e loro consorzi) inizierà dal 1° gennaio 1978; la legge n. 62 prevede che in assenza di « un provvedimento generale di consolidamento dei debiti degli enti locali, il governo adotterà i provvedimenti necessari per il pagamento delle rate di ammortamento ».

Per quanto riguarda le attribuzioni delle regioni a statuto ordinario, come è stato accennato nella Relazione dello scorso anno, il governo è stato delegato con la legge 22 luglio 1975, n. 382 a emanare, sentito il parere delle regioni stesse, decreti che attuino il riordinamento delle loro funzioni; con la legge 27 novembre 1976, n. 894 il termine per l'esercizio della delega, scaduto nel 1976, è stato portato al 25 luglio 1977.

Il conto consolidato del settore pubblico.

L'indebitamento netto risultante dal conto consolidato del settore pubblico (Amministrazione pubblica, come definita nei conti nazionali, e aziende autonome in essa non incluse), dopo l'aumento eccezionale registrato nel 1975, è risultato pressoché stazionario ammontando a 13.940 miliardi (al netto delle operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici). Tale disavanzo sale rispettivamente a 14.740 nel 1976 e a 15.000 miliardi nel 1975 se si include l'intera spesa ospedaliera (inserita nel conto dell'Amministrazione pubblica limitatamente alla parte finanziata con trasferimenti statali; tav. H 13).

Nei conti nazionali la spesa ospedaliera è infatti contabilizzata dal 1975 sulla base delle assegnazioni statali alle regioni, destinate a tale finalità, che sono risultate sensibilmente inferiori all'effettivo costo dei servizi (fino al 1974 il divario tra costi effettivi e contabilizzazioni era stato ancora piú ampio, essendo queste ultime commisurate ai rimborsi effettuati dagli enti mutualistici a ospedali e a case di cura). A fronte di trasferimenti dello Stato alle regioni per 2.225 e 2.950 miliardi, rispettivamente nel 1975 e 1976, l'onere effettivo è stato determinato dal CIPE in 3.300 e 3.750 miliardi. I mezzi finanziari aggiuntivi sono stati presumibilmente reperiti dagli ospedali attraverso anticipazioni delle istituzioni creditizie e delle regioni e ritardando pagamenti a fornitori ed enti pubblici: secondo i dati della centrale dei rischi il ricorso degli enti ospedalieri alle istituzioni creditizie (al netto delle operazioni di consolidamento di debiti) è risultato pari nel 1976 a circa 250 miliardi contro 510 nel 1975.

Tav. H 13

SETTORE PUBBLICO CONSOLIDATO: OPERAZIONI DI CASSA (1)

(pubblica amministrazione e aziende autonome - miliardi di lire)

Incassi	1975	1976	Pagamenti	1975	1976
Entrate tributarie (2)	35.641	47.032	Retribuzioni al personale .	14.162	17.340
di cui: imposte dirette . .	*8.447*	*12.214*	Acquisto di beni e servizi	5.386	6.246
imposte indirette .	*10.962*	*14.953*	Interessi	5.177	7.283
contributi sociali (3)	*16.232*	*19.865*	Trasferimenti (3)	23.678	28.315
Vendita di beni e servizi . . .	2.657	3.462	Totale, parte corrente . . .	48.403	59.184
Trasferimenti	1.282	1.427			
Redditi da capitale	959	1.502	Spese in conto capitale . .	8.556	8.753
Totale, parte corrente	40.539	53.423	*di cui:* investim. diretti .	*4.743*	*6.474*
			trasferimenti (7)	*3.813*	*2.279*
Entrate in conto capitale (4)	192	170			
Totale generale . . .	40.731	53.593	Totale generale . . .	56.959	67.937
Disavanzo (–)					
di parte corrente (5)	*–7.864*	*–5.761*			
del conto capitale (5) . . .	*–8.364*	*–8.583*			
Indebitamento netto (6) . . .	*–16.228*	*–14.344*			
Indebitamento netto esclusi consolidamenti (8)	*–13.930*	*–13.942*			

(1) Dalla Relazione generale sulla situazione economica del paese. – (2) Le imposte dirette comprendono il gettito dell'imposta "una tantum" sui veicoli a motore e delle imposte sulle successioni e sulle donazioni, quelle indirette i proventi dell'imposta sugli acquisti di valuta; tali introiti nel conto della P.A. riportato nella Relazione generale sulla situazione economica del paese sono invece inclusi tra le entrate del conto della formazione del capitale. – (3) Al netto, rispettivamente, dei contributi sociali figurativi e delle pensioni corrisposte dallo Stato ai propri dipendenti e di quelle integrative di altri enti pubblici. – (4) Senza tenere conto delle partite incluse nelle imposte dirette e indirette di cui alla nota (2) e degli ammortamenti. – (5) Tenendo conto di quanto osservato alle note (2) e (4). – (6) Variazione della situazione finanziaria; eccedenza di debiti (–). – (7) Ivi inclusi i consolidamenti di debiti pregressi degli istituti mutualistici con ospedali e case di cura inclusi nel bilancio dello Stato di contabilità nazionale per 2.298 miliardi nel 1975 e 402 nel 1976. – (8) Escluse le operazioni di consolidamento di debiti di istituti mutualistici di cui alla nota (7).

Il rilevato andamento dell'indebitamento netto è il risultato di evoluzioni contrapposte del disavanzo di parte corrente e di quello del conto capitale: alla riduzione del primo, determinata principalmente dagli inasprimenti tributari e tariffari, corrisponde infatti un aumento del secondo derivante dallo sviluppo dei pagamenti per investimenti diretti, specie di quelli delle amministrazioni locali e delle aziende autonome, connesso con l'avvio dei programmi di spesa decisi nell'ultimo triennio. Lo stesso andamento hanno fatto registrare le opere pubbliche realizzate, accresciutesi moderatamente in termini reali, dopo la diminuzione degli ultimi anni.

L'imposizione diretta è passata dal 7,4 all' 8,6 per cento del prodotto interno lordo, soprattutto a causa delle rilevate modifiche nei tempi di riscossione di alcune imposte, che hanno principalmente inciso sui redditi diversi da quelli da lavoro dipendente, e quella indiretta dal 9,6 al 10,5 per cento per effetto specialmente dei ricordati aumenti apportati alle aliquote. I contributi sociali, che rappresentano la quota piú rilevante del gettito, si sono invece mantenuti, come già ricordato, intorno al 14 per cento del prodotto interno lordo.

La quota della spesa sul prodotto interno lordo si è mantenuta pressoché costante come risultato di una lieve caduta dell'importanza della spesa corrente, dal 42,4 al 41,6 per cento, e di un aumento di quella di conto capitale dal 5,5 al 5,9 per cento. Una quota rilevante (circa un terzo) dello sviluppo della spesa corrente è provenuta da meccanismi automatici di aumento delle retribuzioni e delle pensioni.

Tav. H 14

FINANZIAMENTO DEL FABBISOGNO DEL SETTORE PUBBLICO

(operazioni di cassa; miliardi di lire)

Voci	1975	1976				
		Anno	trimestri			
			I	II	III	IV
Titoli a medio e a lungo termine sul mercato . . .	3.846	773	1.414	–245	–157	–239
BOT sul mercato	1.627	1.435	–2.762	–290	2.901	1.586
Raccolta dell'Amministrazione postale	2.309	2.635	880	152	312	1.291
Impieghi degli istituti di credito (1)	1.139	2.380	514	221	799	845
Debiti verso BI-UIC	8.823	9.936	3.086	3.442	1.165	2.243
Debiti esteri	8	2	18	–2	–1	–13
Altri debiti (2)	108	105	21	32	30	23
TOTALE FABBISOGNO	17.860	17.266	3.171	3.310	5.049	5.736
TOTALE FABBISOGNO, esclusi consolidam. (3)	*17.323*	*17.035*	*3.162*	*3.129*	*5.033*	*5.711*
di cui: finanziamenti interni						
a breve termine	*13.050*	*15.551*	*1.336*	*3.483*	*4.991*	*5.741*
a medio e a lungo termine	*4.802*	*1.713*	*1.817*	*–171*	*59*	*8*
INDEBITAMENTO NETTO (4)	16.188	14.955				
INDEBITAMENTO NETTO, esclusi consol. (3) .	*15.651*	*14.724*				

(1) Impieghi delle aziende di credito e degli istituti speciali verso le aziende autonome, gli enti territoriali e previdenziali e gli ospedali, portafoglio ammassi non riscontato e depositi in tesoreria di aziende di credito. – (2) Principalmente circolazione di stato e mutui degli istituti di assicurazione a favore di enti territoriali. – (3) Al netto delle operazioni di consolidamento di debiti effettuate tramite versamenti in contanti verso fornitori di ospedali e case di cura. – (4) Variazione della situazione finanziaria, cioè dei debiti al netto dei crediti.

Anche dall'analisi delle operazioni di finanziamento del settore pubblico, esposte nella tavola H 14 (la quale include il ricorso degli ospedali alle istituzioni creditizie), emerge una flessione dell'indebitamento netto che passa da 15.650 a 14.720 miliardi (al netto delle operazioni di consolidamento).

La difformità nel livello e nella misura della riduzione del disavanzo, rispetto ai dati della tavola H 13, dipende, oltre che dalla differente valutazione inclusa nei due aggregati per la spesa ospedaliera, dalle operazioni degli altri enti dell'amministrazione centrale e periferica, non inclusi nella tavola H 14, e dalla variazione dei depositi bancari degli enti del settore e di quelli presso la tesoreria di soggetti a esso esterni.

Nella tavola aH 7 sono riportati i risultati della elaborazione effettuata per misurare gli effetti delle operazioni del settore pubblico sulla domanda interna in termini reali. Essa mostra, dopo il sensibile sostegno della domanda realizzato nel 1975 attraverso un aumento generalizzato della capacità di spesa del settore privato, un'azione restrittiva di rilievo derivante dall'aumento dell'imposizione diretta e indiretta.

I risultati ottenuti sono da interpretare con molta cautela a causa, oltre che della notevole variabilità che caratterizza negli ultimi anni i parametri utilizzati, dell'incertezza sulla validità dell'ipotesi sull'esaurirsi degli effetti delle operazioni del settore pubblico nell'anno in cui esse sono effettuate. Quest'ultimo aspetto sembra particolarmente importante in quanto l'azione espansiva del 1975, come posto in rilievo nella Relazione precedente, si è concentrata nell'ultima parte dell'anno.

MERCATO MONETARIO E MERCATO FINANZIARIO

(I) Le operazioni della Banca centrale e i riflessi sui finanziamenti e sui tassi d'interesse

La regolazione della base monetaria e gli altri interventi della Banca centrale sono stati orientati nel 1976 al fine di mantenere l'espansione della moneta e del credito al di sotto di quella del reddito nominale. Tale indirizzo, che non ha impedito il rapido espandersi della produzione, ha impresso una forte spinta al rialzo ai saggi d'interesse nominali, soprattutto a breve termine, i quali tuttavia sono in media saliti meno del tasso d'inflazione. L'impiego degli strumenti ordinari della manovra monetaria e creditizia, quali l'accesso al rifinanziamento e il suo costo, e l'offerta di BOT all'asta, è stato integrato con misure straordinarie sia sulle forme di utilizzo della base monetaria, sia sulla crescita degli impieghi bancari.

Tav. I 1

AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI, PRODOTTO INTERNO LORDO E TASSI D'INTERESSE

Voci	1967/1970	1971/1975	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
	INCREMENTI PERCENTUALI (1)								
Base monetaria (2) . . .	9,3	16,5	14,3	16,4	13,6	18,6	15,4	18,6	16,4
Base mon. corretta (3)	9,6	16,9	12,4	14,5	13,1	18,8	16,3	21,8	11,7
M2 (4)	12,5	19,5	13,6	17,0	18,2	23,1	15,5	23,5	21,1
Credito totale interno .	10,4	19,1	10,3	16,6	18,4	21,5	16,5	22,5	19,8
	RAPPORTI COL PRODOTTO INTERNO LORDO								
Base mon. corretta (5)	22,8	23,5	22,3	23,3	24,2	23,5	22,6	23,8	22,2
M2 (5)	84,0	96,9	85,6	90,8	97,5	98,7	95,9	101,5	99,6
Cred. totale interno (5)	116,4	128,1	115,6	120,7	129,5	130,2	126,5	133,8	130,1
	TASSI D'INTERESSE (6)								
Interbancario a vista . .	....	8,62	7,57	5,76	5,18	6,93	14,57	10,64	15,68
Impieghi bancari	7,80	10,90	9,15	9,03	7,88	8,31	14,22	15,08	17,33
Obbligazioni mobiliari .	7,39	8,81	9,05	8,17	7,40	7,48	10,20	10,82	12,84

(1) Su valori di fine periodo. – (2) Al netto della raccolta postale. – (3) Al netto della raccolta postale e corretta per le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria. – (4) Biglietti e monete, depositi in c/c, depositi a risparmio; non sono inclusi i BOT. – (5) Consistenze medie del periodo. – (6) Valori medi del periodo.

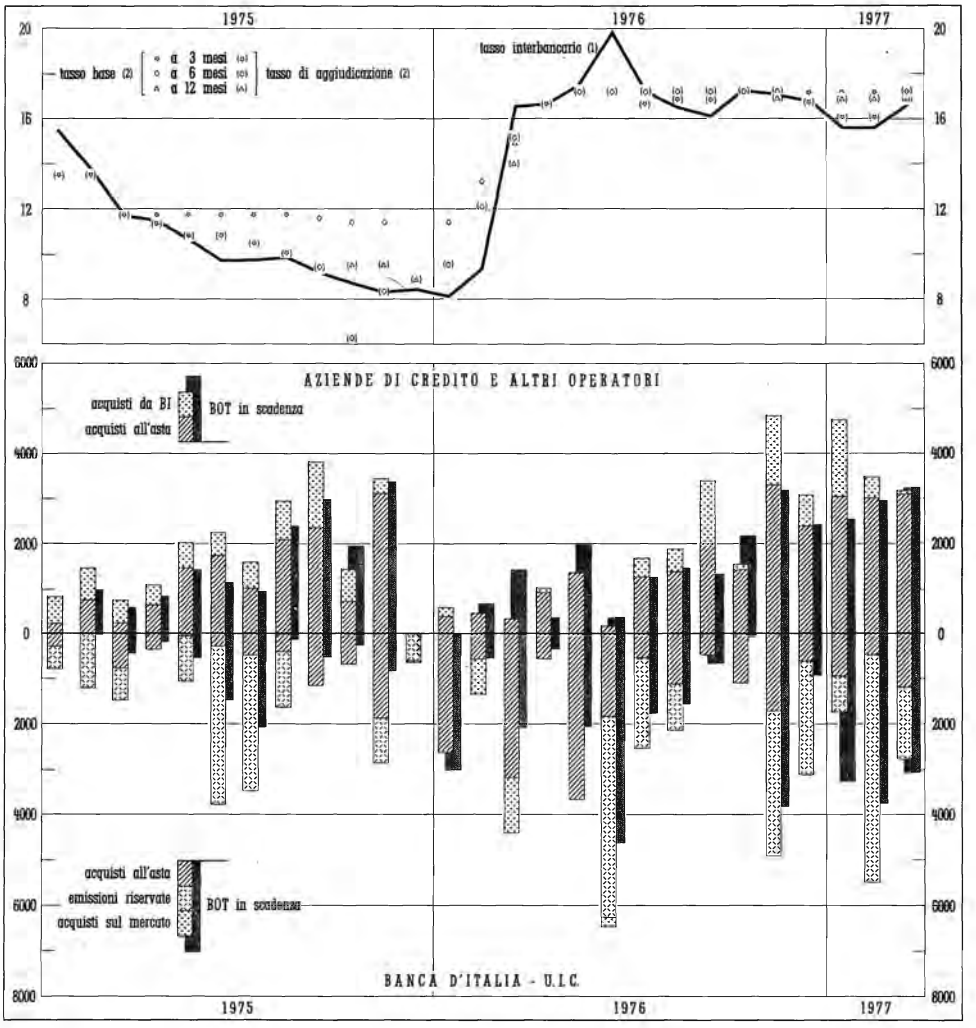
L'espansione complessiva della base monetaria, al netto della raccolta postale, è stata di 4.773 miliardi e del 16,4 per cento (4.573 miliardi e 18,6 per cento nel 1975) e per la prima volta nell'ultimo quadriennio ha ricevuto un sia pur modesto contributo positivo anche dalla componente estera. Confrontato con il 1973 e il 1974, i due piú recenti anni di forte espansione inflazionistica del reddito, l'anno in esame si caratterizza da un lato per l'ampiezza dello scarto tra la crescita rapida del reddito e quella molto contenuta della base monetaria, dall'altro perché l'incremento percentuale degli aggregati monetari e creditizi è stato, all'interno di tale scarto, assai piú vicino a quello del reddito che a quello della base monetaria (tav. I 1). Questo aumento della quantità di credito e di moneta generata da ogni unità di base monetaria introdotta nel sistema, che appare ancora piú notevole se si tiene conto dei versamenti straordinari di riserve obbligatorie disposti a tre riprese nel corso dell'anno, trova spiegazione in una molteplicità di fattori: l'abbondanza delle riserve di liquidità all'inizio dell'anno, frutto della politica di espansione seguíta nel 1975; il forte aumento dei tassi di interesse a breve termine, che ha indotto le aziende di credito a ridurre le scorte di liquidità; la relativa diminuzione della domanda di circolante, che è sceso dal 9,7 all'8,6 per cento in rapporto al reddito. Alla crescita della moneta ha inoltre contribuito l'orientarsi delle preferenze del pubblico verso le attività a breve termine, determinato dalle generali condizioni di incertezza e dal maggiore aumento dei tassi a breve rispetto a quelli a lungo termine.

I primi mesi del 1976 sono stati caratterizzati da un susseguirsi di provvedimenti volti ad affrontare l'incalzante crisi del cambio agendo sulle diverse componenti della base monetaria oltre che direttamente sulla disciplina delle operazioni in valuta.

L'anno iniziava in condizioni di bassi saggi d'interesse e di liquidità abbondante: il tasso interbancario toccava, con un valore dell'8,3 per cento, il punto piú basso di un lungo corso discendente cominciato nel luglio 1974 dal livello del 18,1 per cento, e contemporaneamente anche il *prime rate* scendeva, per la prima volta in quasi due anni, al di sotto del 12 per cento; il 31 dicembre 1975 la liquidità bancaria ammontava a 3.609 miliardi, 1.025 dei quali erano costituiti da depositi a fronte di rifinanziamenti all'esportazione, e le aziende di credito non avevano anticipazioni a scadenza fissa aperte con l'Istituto di emissione per importi significativi. Nel mese di gennaio erano facilmente collo-

cati presso il pubblico 1.370 miliardi di buoni del Tesoro quadriennali a un rendimento vicino al 10 per cento, e all'asta dei BOT le aziende di credito effettuavano una sottoscrizione netta per 366 miliardi di buoni a 6 e a 12 mesi a un tasso inferiore al 10 per cento (fig. I 1).

Fig. I 1



Buoni ordinari del Tesoro: emissioni lorde e nette, distribuzione tra BI-UIC e altri operatori

(1) Rilevazione settimanale: dato corrispondente alla settimana centrale del mese. — (2) Tasso effettivo posticipato calcolato con il metodo dell'interesse semplice sulla base dell'anno commerciale.

Nel corso del mese di febbraio, durante il periodo di chiusura del mercato dei cambi, venivano prese numerose misure monetarie e valutarie: in particolare, attraverso la revoca del provvedimento di rifinan-

ziamento all'esportazione e la disposizione di un prelievo straordinario di riserva obbligatoria la base monetaria disponibile veniva ridotta rapidamente e il tasso di sconto era portato dal 6 all'8 per cento. Altri interventi seguivano dopo che, riaperto il mercato, la lira subiva un ulteriore deprezzamento dell' 8 per cento nelle prime tre settimane di marzo: ad alcune disposizioni propriamente valutarie, si accompagnava un aumento di altri 4 punti del tasso di sconto. I provvedimenti avevano rapido effetto sulla liquidità bancaria, che alla fine di febbraio scendeva di 2.000 miliardi rispetto alla fine del 1975 — 868 dei quali per l'abolizione del rifinanziamento dei crediti all'esportazione — e si manteneva poi per qualche settimana sui livelli minimi raggiunti; alla crisi di tesoreria incontrata da alcune aziende di credito l'Istituto di emissione poneva rimedio riacquistando BOT o concedendo crediti a brevissimo termine nella forma dell'anticipazione a scadenza fissa.

L'incertezza diffusa e l'aspettativa che piú severi provvedimenti restrittivi del credito potessero seguire alla crisi valutaria avevano però determinato negli operatori bancari e non bancari una tendenza a costituire scorte precauzionali di liquidità che l'impennata dei tassi a breve non riusciva a contrastare. Nonostante l'andamento avverso dei fattori stagionali, alla fine di gennaio le imprese avevano tratto largamente dalle linee di credito aperte con il sistema bancario per costituire depositi, con ciò contribuendo, attraverso il sistema della riserva obbligatoria, al drenaggio di liquidità del mese di febbraio. In marzo, d'altra parte, dopo che il tasso base fissato al 16,3 per cento per i buoni a tre mesi era stato rapidamente scavalcato dai tassi di mercato nell'arco di tempo compreso tra l'annuncio e l'effettuazione dell'asta, le aziende di credito accrescevano la propria liquidità, rinnovando solo in piccola parte i buoni in scadenza presso di esse.

Nel complesso del primo trimestre fu creata base monetaria, al netto della raccolta postale, per 82 miliardi, risultanti da una creazione di circa 2.250 miliardi attraverso il canale del Tesoro e da una distruzione di ammontare pressoché uguale attraverso i canali dell'estero e delle aziende di credito. Del pari, i movimenti delle singole forme di utilizzo furono di entità assai maggiore del totale, poiché a fronte di 2.165 miliardi di assorbimento attraverso la riserva obbligatoria, dei quali 792 dovuti al prelievo straordinario, si ebbe, in aggiunta alla contrazione stagionale del circolante, una diminuzione di 1.468 miliardi della liquidità bancaria (tav. I 2).

Anche a causa del disinvestimento di BOT, le riserve libere con cui le aziende di credito operavano in aprile superavano in media

di circa 500 miliardi quelle di marzo; nel corso del mese esse venivano alimentate dal Tesoro, mentre agivano in senso riduttivo sia i rimborsi delle anticipazioni a scadenza fissa concesse in marzo, sia gli interventi effettuati sul mercato dei cambi per frenare la svalutazione della lira: per questo allentarsi della tensione di liquidità e per effetto di un nuovo aumento dei rendimenti offerti, all'asta del mese si aveva un collocamento netto di BOT di 567 miliardi.

L'acuirsi della crisi valutaria all'inizio di maggio portava all'introduzione del deposito obbligatorio sugli acquisti di valuta, il quale, oltre a favorire l'afflusso di crediti commerciali all'importazione, metteva in opera un meccanismo di sistematico riassorbimento della base monetaria. Il provvedimento aveva importanti effetti sul volume e sulla composizione dei principali flussi finanziari: imponendo all'economia una sorta di riserva obbligatoria in base monetaria a tre mesi esso aumentava la domanda di finanziamenti, con ciò accelerando l'espansione del credito interno, e si sostituiva in parte alla sottoscrizione di BOT, aumentando cosí la quota di base monetaria creata dal Tesoro; parallelamente esso orientava dai titoli agli impieghi la composizione del credito bancario, proprio in conseguenza dei minori collocamenti di BOT e della maggiore domanda di finanziamenti a breve.

Grazie anche a questa misura, il corso del cambio finalmente si invertiva e poi si stabilizzava sui livelli di fine marzo. Sulla base monetaria il deposito esercitava un continuo effetto di riduzione, assorbendo in media 56 miliardi al giorno in maggio e 78 in giugno, sicché, nonostante un nuovo disinvestimento di circa 600 miliardi di BOT all'asta di maggio e l'accensione di numerose operazioni a scadenza fissa, la liquidità bancaria ritornava in giugno a un livello medio inferiore ai 1.900 miliardi, pressoché uguale al valore assai basso di marzo; nello stesso mese contribuiva al drenaggio di liquidità anche il consueto assorbimento di circolante da parte del pubblico.

All'inizio di giugno veniva rinnovato per il secondo semestre dell'anno, con una maggiorazione dell'aliquota, il vincolo di portafoglio al fine di assicurare il collocamento di titoli obbligazionari in un mercato finanziario quasi completamente paralizzato dall'ampio divario formatosi a favore dei tassi d'interesse a breve e dalle aspettative d'inflazione.

Le condizioni dei mercati monetari, finanziari e valutari nel mese di giugno erano profondamente mutate rispetto all'inizio dell'anno. Il tasso interbancario toccava una punta superiore al 20 per cento,

Tav. I 2

BASE MONETARIA

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976					1977
			Anno	Trimestri				Trim.
				I	II	III	IV	I (1)
				CREAZIONE				
Estero	**−3.115,0**	**−1.700,3**	**1.092,7**	**−1.114,5**	**−214,3**	**739,7**	**1.681,8**	**−310,0**
bilancia dei pagamenti (2)	−4.913,3	−732,2	−779,9	−1.312,4	−1.007,8	735,5	804,8	−1.552,6
interventi	1.798,3	−968,1	1.872,6	197,9	793,5	4,2	877,0	1.242,6
Tesoro	**7.670,6**	**7.779,3**	**11.745,5**	**3.147,4**	**3.719,8**	**1.773,7**	**3.104,6**	**230,2**
" (al netto racc. postale)	6.841,3	5.470,5	9.137,9	2.254,2	3.589,5	1.448,9	1.845,3	−457,3
fabbisogno di cassa	8.961,9	16.519,5	14.708,1	2.542,7	3.230,9	4.672,9	4.261,6	3.407,3
finanziam. non monetario (3)	−1.291,3	−8.740,2	−2.962,6	604,7	488,9	−2.899,2	−1.157,0	−3.177,1
Aziende di Credito	**1.362,3**	**−389,0**	**−1.477,0**	**−1.197,2**	**995,2**	**−591,0**	**−684,0**	**469,9**
Altri settori	**−1.812,4**	**1.192,1**	**−3.981,1**	**139,1**	**−3.053,0**	**−1.738,1**	**670,9**	**1.314,5**
di cui: deposito previo	−1.237,3	1.237,3	−3.544,6	−	−2.379,0	−1.833,9	668,3	1.347,3
depositi in valuta	−1.118,6	599,9	−650,0	−737,4	66,0	36,5	−15,1	60,2
TOTALE	**4.105,5**	**6.882,1**	**7.380,1**	**974,8**	**1.447,7**	**184,3**	**4.773,3**	**1.704,6**
" (al netto racc. postale)	3.276,2	4.573,3	4.772,5	81,6	1.317,4	−140,5	3.514,0	1.017,1
				UTILIZZO				
Pubblico	**2.042,9**	**4.123,5**	**4.081,7**	**277,8**	**1.172,4**	**295,7**	**2.335,8**	**−136,4**
" (al netto racc. postale)	1.213,6	1.814,7	1.474,1	−615,4	1.042,1	−29,1	1.076,5	−823,9
Aziende di Credito	**2.062,6**	**2.758,6**	**3.298,4**	**697,0**	**275,3**	**−111,4**	**2.437,5**	**1.841,0**
Riserva obbligatoria (4)	1.494,2	1.633,7	4.414,8	2.165,4	385,1	413,3	1.451,0	1.781,8
Liquidità	568,4	1.124,9	−1.116,4	−1.468,4	−109,8	−524,7	986,5	59,2
				COMPONENTI DELLA BASE MONETARIA TOTALE (5)				
Interna (6)	*7.509,8*	*5.673,7*	*4.329,8*	*1.933,5*	*1.465,7*	*−916,7*	*1.847,3*	*1.266,9*
Estera (7)	*−4.233,6*	*−1.100,4*	*442,7*	*−1.851,9*	*−148,3*	*776,2*	*1.666,7*	*−249,8*
				FATTORI DI VARIAZIONE DELLA BASE MONETARIA DELLE AZIENDE DI CREDITO				
Autonomi (8)	*3.385,6*	*13.366,8*	*12.493,8*	*2.261,9*	*886,4*	*6.117,3*	*3.228,2*	*3.179,1*
Interventi (9)	*−1.323,0*	*−10.608,2*	*−9.195,4*	*−1.564,9*	*−611,1*	*−6.228,7*	*−790,7*	*−1.338,1*
TOTALE RISERVE BANCARIE	*2.062,6*	*2.758,6*	*3.298,4*	*697,0*	*275,3*	*−111,4*	*2.437,5*	*1.841,0*
di cui: versam. straordinari	−	−	*1.343,0*	*792,0*	−	−	*551,0*	−

(1) Dati provvisori. — (2) Saldo autonomo. — (3) Acquisti di titoli del Tesoro, all'emissione e/o sul mercato aperto, da parte delle aziende di credito e del pubblico. — (4) Include il contante, i BOT e i titoli a lungo termine depositati a fronte della liberazione di contante. — (5) Al netto della raccolta postale. — (6) Tesoro, Aziende di credito e Altri settori (al netto dei prestiti compensativi). — (7) Estero e prestiti compensativi. — (8) Saldo autonomo bilancia dei pagamenti, fabbisogno di cassa del Tesoro, *meno* circolante in mano al pubblico e depositi degli I.C.S. — (9) Interventi dell'estero, finanziamento non monetario del Tesoro, finanziamenti alle aziende di credito, altri settori al netto dei depositi degli I.C.S., *meno* depositi presso Tesoro e BI-UIC del pubblico e raccolta postale.

e vicino a questo valore era anche il *prime rate*. I tassi a lungo termine avevano invece subíto un aumento assai piú modesto, di quattro punti per i buoni del Tesoro poliennali, e di due punti e mezzo per le obbligazioni degli istituti di credito mobiliare; a contenerne l'aumento avevano contribuito sia la maggiore inerzia delle aspettative inflazionistiche di lungo periodo, sia il quasi completo arresto dell'offerta di titoli al pubblico, sia infine una difesa marginale delle quotazioni condotta dalle autorità monetarie attraverso le proprie operazioni in borsa. Mentre era in rapida ripresa l'attività produttiva e il deprezzamento del cambio alimentava una forte accelerazione inflazionistica, le dimensioni dei flussi finanziari delineate all'inizio dell'anno, anche in relazione al sostegno finanziario ricevuto dalla Comunità economica europea, divenivano incompatibili con la crescita del reddito ormai piú rapida del previsto. Dopo l'improvvisa espansione di gennaio, il credito totale interno si manteneva al di sopra del profilo coerente con l'espansione programmata di 29.500 miliardi e del 18 per cento: alla sua maggiore crescita, di cui beneficiava soprattutto il settore delle imprese, contribuivano non solo l'intensa attività produttiva, ma anche la necessità di finanziare almeno in parte il deposito obbligatorio.

Intorno alla metà dell'anno sembrava anche superata la fase piú acuta e drammatica della crisi valutaria e finanziaria. Per gran parte del trimestre estivo il cambio si manteneva stabile mentre attraverso il canale dell'estero si aveva una forte immissione di base monetaria; lo smobilizzo di BOT delle aziende di credito, che complessivamente raggiunse l'entità di 3.700 miliardi nel primo semestre, si arrestava allorché la consistenza del portafoglio raggiungeva il valore minimo nell'anno di 3.542 miliardi. Nei mesi di luglio e di agosto la base monetaria complessivamente creata attraverso i canali dell'estero e del Tesoro, al netto della raccolta postale, ammontava a 3.452 miliardi e imprimeva alla liquidità bancaria una spinta al rialzo che l'ampio rimborso delle anticipazioni a scadenza fissa, le cessioni di oltre 900 miliardi di BOT dal portafoglio della Banca d'Italia e l'assorbimento del deposito previo non riuscivano a compensare del tutto. Il tasso interbancario, dopo la punta massima toccata in giugno, subíva una flessione che lo riportava in agosto al 16,5 per cento.

Le condizioni di relativa stabilità del mercato monetario su un livello dei tassi solo di poco inferiore alle punte primaverili e di liquidità leggermente piú abbondante dei minimi di maggio e di giugno, si mantenevano fino a quando, nell'ultima decade di settembre, un attacco speculativo scatenatosi inizialmente su altre monete investiva la lira.

Tra il 20 settembre e il 5 ottobre si distruggevano attraverso il canale dell'estero oltre 800 miliardi di base monetaria e nello stesso arco di tempo venivano presi nuovi provvedimenti monetari e valutari: un prelievo straordinario di riserva obbligatoria dell'entità di 551 miliardi era disposto per il 15 ottobre e il tasso di sconto era portato dal 12 al 15 per cento; sul fronte valutario il deposito previo, la cui abolizione era stata inizialmente prevista per il 5 novembre, veniva prorogato fino alla metà di aprile del 1977, anche se con coefficienti progressivamente ridotti; era anche istituita l'imposta speciale del 10 per cento sugli acquisti di valuta, che sarebbe poi stata rinnovata, con l'aliquota del 7 per cento, alla fine di ottobre e quindi gradualmente soppressa tra il dicembre e il successivo febbraio.

All'asta di settembre, tenutasi subito prima della crisi, si era ancora avuta una sottoscrizione netta di BOT da parte delle aziende di credito e del pubblico per 680 miliardi circa, ma il repentino mutamento delle aspettative, oltre a ricreare in alcuni istituti tensioni di tesoreria che venivano sanate con anticipazioni a scadenza fissa, provocava ancora una volta un aumento della domanda di liquidità delle aziende di credito e delle imprese. Queste in ottobre espandevano di oltre 1.700 miliardi il proprio indebitamento bancario, mentre le riserve libere delle aziende di credito continuavano a essere alimentate dal Tesoro, la cui spesa in ottobre superava le entrate di 1.544 miliardi; il versamento straordinario di riserva obbligatoria non bastava a ridurre la liquidità bancaria, che anzi si accresceva sensibilmente alla fine del mese quando, in occasione dell'asta, si aveva un disinvestimento di BOT di oltre 500 miliardi.

Nonostante il contenimento della base monetaria, le aziende di credito soddisfacevano l'ampia domanda di fondi a breve sia intensificando l'utilizzo delle riserve libere, sia accrescendo il proprio indebitamento verso l'estero; il costo, pur elevato, dell'indebitamento a breve non aveva efficacia stabilizzatrice della domanda di credito, a causa della rapida accelerazione dell'inflazione. I diversi fattori ora ricordati, insieme con le ampie riserve di BOT in scadenza, rendevano piú difficile il controllo degli impieghi bancari attraverso la manovra della base monetaria e quindi la difesa del cambio. L'esperienza di queste difficoltà e l'osservazione della progressione particolarmente forte del credito a breve nei mesi estivi inducevano le autorità monetarie a imporre limiti mensili alla crescita degli impieghi bancari in lire per il periodo dal novembre 1976 al marzo 1977: di conseguenza, il tasso annuo di espansione di

questa grandezza scendeva dai livelli superiori al 25 per cento registrati in settembre e ottobre a valori inferiori al 20 per cento nei primi mesi dell'anno in corso.

A differenza di quanto accaduto nei primi mesi dell'anno, l'azione monetaria e valutaria dell'ultimo trimestre era affiancata da energici interventi di politica fiscale e tariffaria, volti a migliorare i conti con l'estero attraverso una riduzione del reddito disponibile. Il loro favorevole effetto sulle aspettative e il livello piú realistico del tasso di cambio contribuivano a stabilizzarlo: lo sconto della lira a tre mesi, che aveva toccato punte del 28 per cento a fine ottobre, scendeva rapidamente nelle settimane successive, mentre per il canale dell'estero si aveva un'abbondante creazione di base monetaria dovuta sia al rientro di capitali favorito dalla legge n. 159 sia al crescere dell'indebitamento netto delle aziende di credito sull'estero, stimolato dagli obblighi di finanziamento in divisa imposti agli operatori con l'estero e dalla necessità di espandere i finanziamenti in valuta all'interno in sostituzione di quelli in lire soggetti a massimale.

I limiti posti all'espansione degli impieghi avevano l'effetto di orientare la composizione del credito bancario a favore dei BOT, esercitando opposte tendenze sui rispettivi tassi d'interesse: mentre il *prime rate* si manteneva invariato al livello del 20 per cento e il tasso attivo medio subíva un nuovo leggero aumento nel quarto trimestre, la crescita della base monetaria determinata dai canali dell'estero e del Tesoro, e dalla graduale diminuzione del deposito previo, spingeva le aziende di credito al rimborso delle anticipazioni a scadenza fissa e a un ritorno all'investimento in BOT; si avviava cosí un sia pur lento movimento al ribasso dei tassi di mercato monetario. Per quanto riguarda i BOT, dopo che in ottobre erano quasi del tutto cessate le vendite dell'Istituto di emissione sul mercato secondario, e all'asta si era avuto il disinvestimento sopra ricordato, durante il mese di novembre venivano complessivamente ceduti 1.568 miliardi dal portafoglio della Banca d'Italia, e all'asta le aziende di credito e il pubblico rinnovavano quasi per intero i buoni di loro proprietà giunti a scadenza. A causa dell'incremento stagionale del fabbisogno di base monetaria, la liquidità bancaria si manteneva in dicembre su valori medi elevati, senza che le aziende di credito effettuassero rilevanti investimenti in BOT nel corso del mese: all'asta, tuttavia, gli operatori rinnovavano quasi integralmente i 2.419 miliardi in scadenza.

L'anno si chiudeva cosí in condizioni di relativa tranquillità dei mercati monetario e valutario. Nel quarto trimestre la base monetaria complessivamente creata, al netto della raccolta postale, era ammontata a 3.514 miliardi, dei quali 1.490 venivano assorbiti dal fabbisogno della circolazione di fine anno e 1.451 soddisfacevano le disposizioni ordinarie e straordinarie sulla riserva obbligatoria: 987 miliardi, infine, alimentavano un incremento della liquidità bancaria rispetto al livello assai basso di fine settembre.

Per la condotta della politica monetaria il 1976 è stato uno degli anni piú difficili del dopoguerra, nel quale, mentre si è fatto ricorso all'ampia gamma degli strumenti di intervento prevista dal nostro ordinamento istituzionale, si sono anche manifestati i limiti che l'azione monetaria incontra sui mercati interni quando, dovendosi contrastare la speculazione con interventi di rapido effetto ma con una insufficiente dotazione di riserve valutarie, su di essa ricada per intero l'onere dell'aggiustamento. Nel corso degli ultimi anni l'elevato saggio medio di inflazione ha reso difficile la copertura dei disavanzi del settore pubblico mediante emissione di titoli a medio e a lungo termine, sicché una quota crescente del fabbisogno del Tesoro è stata soddisfatta collocando titoli a breve termine presso il sistema bancario e, in parte, tra il pubblico. Gli operatori economici e finanziari si sono cosí dotati di mezzi che possono facilmente trasformare in base monetaria non appena una restrizione posta all'uso di questa, non accompagnata da un sufficiente aumento dei tassi d'interesse, li spinga a ricostituire le proprie scorte di liquidità primaria. Rispetto all'azione condotta nel 1973-74, quella del 1976 ha perciò avuto la difficoltà di svolgersi in un sistema molto piú liquido e in grado di sottrarsi agli effetti di interventi coercitivi sulla base monetaria. D'altro lato, il prolungato regime di cambi flessibili, lo svilupparsi del mercato monetario interno, e l'intensificarsi e l'ampliarsi delle onde cicliche, uniti all'incertezza delle prospettive di medio termine, hanno reso gli operatori molto attenti all'ottimizzazione dei propri investimenti finanziari e valutari di breve e brevissimo periodo, e li hanno indotti a organizzarsi a tal fine: si è perciò rafforzata l'esigenza di un controllo quasi quotidiano della liquidità e della base monetaria.

Dall'esperienza sopra riferita trae origine l'adozione di nuovi e piú flessibili criteri d'intervento sul mercato monetario alla fine del 1976. Successivamente all'asta di dicembre la fissazione dei rendimenti offerti sui BOT dall'Istituto di emissione è avvenuta tenendo conto di quelli via via prevalenti sul mercato e in funzione degli obiettivi di controllo della base monetaria nel corso del mese. Le piú frequenti modifiche dei rendimenti offerti e la piú attiva poli-

tica di cessione di buoni alle aziende di credito e agli altri intermediari finanziari che sono seguite a questo mutamento di criteri hanno permesso di controllare con maggiore continuità la base monetaria, evitando che una sola occasione mensile, quella dell'asta, fosse disponibile per la regolazione della liquidità del sistema. I rendimenti che di giorno in giorno si stabiliscono per i BOT risultano cosí dall'intreccio tra i comportamenti degli operatori bancari e non bancari alla ricerca della gestione ottimale della propria tesoreria e i comportamenti dell'Istituto di emissione impegnato nel regolamento della base monetaria. Questo si limita a operare per importi che sono rilevanti ai fini della liquidità — le negoziazioni avvengono per partite non inferiori ai 10 miliardi — lasciando che gli scambi di minore importo avvengano direttamente tra gli altri operatori del mercato. Poiché la creazione di base monetaria è costantemente alimentata dal disavanzo del Tesoro, l'Istituto di emissione si trova a intervenire quasi esclusivamente in vendita; se alcune aziende di credito hanno pressanti esigenze di tesoreria che non riescono a soddisfare raccogliendo fondi sul mercato, esso preferisce operare con lo strumento dell'anticipazione a scadenza fissa, che assicura un rientro della liquidità temporaneamente fornita al mercato certo e piú rapido soprattutto a partire dal 1976, da quando cioè la quasi totalità delle anticipazioni viene concessa per la scadenza piú breve di 8 giorni.

Nei primi mesi del 1977 si imponeva alla politica monetaria il compito di controllare la liquidità con rigore sufficiente ad assicurare la stabilità del cambio in una fase in cui alla progressiva estinzione del deposito obbligatorio e dell'imposta speciale sugli acquisti di valuta si aggiungeva l'effetto stagionalmente avverso della bilancia dei pagamenti; in gennaio il contenimento delle riserve bancarie era ulteriormente ostacolato dal consueto riflusso del circolante.

L'Istituto di emissione perseguiva l'obiettivo di mantenere il livello medio della liquidità bancaria al di sotto di quello registrato in novembre e in dicembre, frenando, all'occorrenza, la flessione dei tassi a breve. Un'emissione di 1.500 miliardi di buoni del Tesoro quadriennali, 532 dei quali destinati a rinnovare un uguale importo in scadenza, non incontrava i favori delle aziende di credito e del pubblico, cui il 14 per cento offerto come rendimento effettivo appariva insufficiente in un clima di ormai consolidate aspettative di inflazione e di elevata preferenza per la liquidità. Mentre assorbiva nel proprio portafoglio 891 miliardi dell'emissione lorda complessiva di questi titoli, la Banca d'Italia controllava la base monetaria soprattutto per mezzo di una attiva offerta di BOT sul mercato aperto, che veniva resa piú efficace e continua dai criteri di intervento descritti sopra; in gennaio, le cessioni di BOT effettuate per oltre 1.700 miliardi contribuivano, insieme con una sottoscrizione netta all'asta da parte delle aziende di credito e del pubblico per circa 500 miliardi, a portare la liquidità bancaria su valori assai contenuti, nonostante la flessione di circa un punto del tasso interbancario nel corso del mese e quella, di entità inferiore, del tasso di aggiudicazione

all'asta dei BOT a tre mesi. Le cessioni di BOT continuavano, sebbene a ritmo meno intenso, nelle successive settimane di febbraio e di marzo quando, tuttavia, alcuni istituti ricorrevano al credito della Banca centrale nella forma dell'anticipazione a scadenza fissa.

Alla fine di febbraio e in marzo, l'estinzione dell'imposta sull'acquisto di valuta e poi la riduzione al 10 per cento dell'aliquota del deposito obbligatorio determinavano un movimento avverso nei termini di regolamento degli scambi con l'estero dal quale nascevano alcune tensioni sul mercato dei cambi; queste non trovavano alimento nella scarsa liquidità bancaria, ma imponevano un rialzo dei tassi a breve alla fine di marzo. Nello stesso mese i limiti di accrescimento posti agli impieghi bancari in lire venivano rinnovati per un anno, con scadenze bimestrali.

Credito totale interno: consuntivi e previsioni.

Nel 1976 l'espansione del credito totale interno, secondo l'accezione concordata con le organizzazioni internazionali, ha raggiunto i 33.280 miliardi; di tale importo 13.530 miliardi si riferiscono al fabbisogno del settore statale (calcolato al netto delle operazioni creditizie a favore degli istituti di credito speciale) e il resto (19.750 miliardi) a debiti contratti dall'economia e dagli enti pubblici non inclusi nel settore statale con banche e istituti di credito speciale, o sotto forma di emissioni obbligazionarie dirette. Nel valutare i fondi realmente disponibili per gli operatori diversi dallo Stato bisogna però tenere conto degli effetti del deposito obbligatorio sugli acquisti di valuta, istituito nel maggio, che era pari alla fine dell'anno a circa 3.550 miliardi: di tale importo 1.430 miliardi sono stati costituiti con fondi effettivamente forniti dagli importatori mentre la restante parte è stata depositata presso la Banca d'Italia dalle aziende di credito per conto degli operatori e quindi ha avuto soltanto l'effetto di rendere indisponibile un pari ammontare di base monetaria delle aziende di credito senza effetti di rigonfiamento del credito globale. Pertanto le disponibilità che l'economia e gli « altri » enti pubblici hanno utilizzato, insieme con i mezzi interni, per finanziare gli investimenti e l'acquisizione di attività finanziarie libere, sono pari a circa 18.300 miliardi (che sommati ai 13.530 danno un flusso complessivo di 31.850 miliardi). Nel 1975 mentre il credito totale aveva raggiunto i 30.820 miliardi, il fabbisogno del settore statale era risultato pari a 13.620 miliardi e le disponibilità affluite agli altri operatori,

rettificate per tener conto del rimborso del deposito previo istituito l'anno precedente, erano di 18.450 miliardi.

L'aumento del credito è risultato sensibilmente superiore a quello concordato con la CEE nel marzo 1976 (29.500 miliardi) in relazione oltre che alla introduzione del deposito previo, specialmente ai piú elevati valori raggiunti dal prodotto interno lordo e dagli investimenti. Per quanto riguarda il primo aggregato, mentre era stato posto come obiettivo, allo scopo di contenere in 1.000 miliardi il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, un aumento del 2 per cento a prezzi costanti e del 17,7 a prezzi correnti, i dati consuntivi sono stati pari rispettivamente al 5,6 e al 24,4 per cento. Per gli investimenti, incluse le scorte, a fronte di un valore previsto di 27.200 miliardi sono stati raggiunti i 33.200 miliardi.

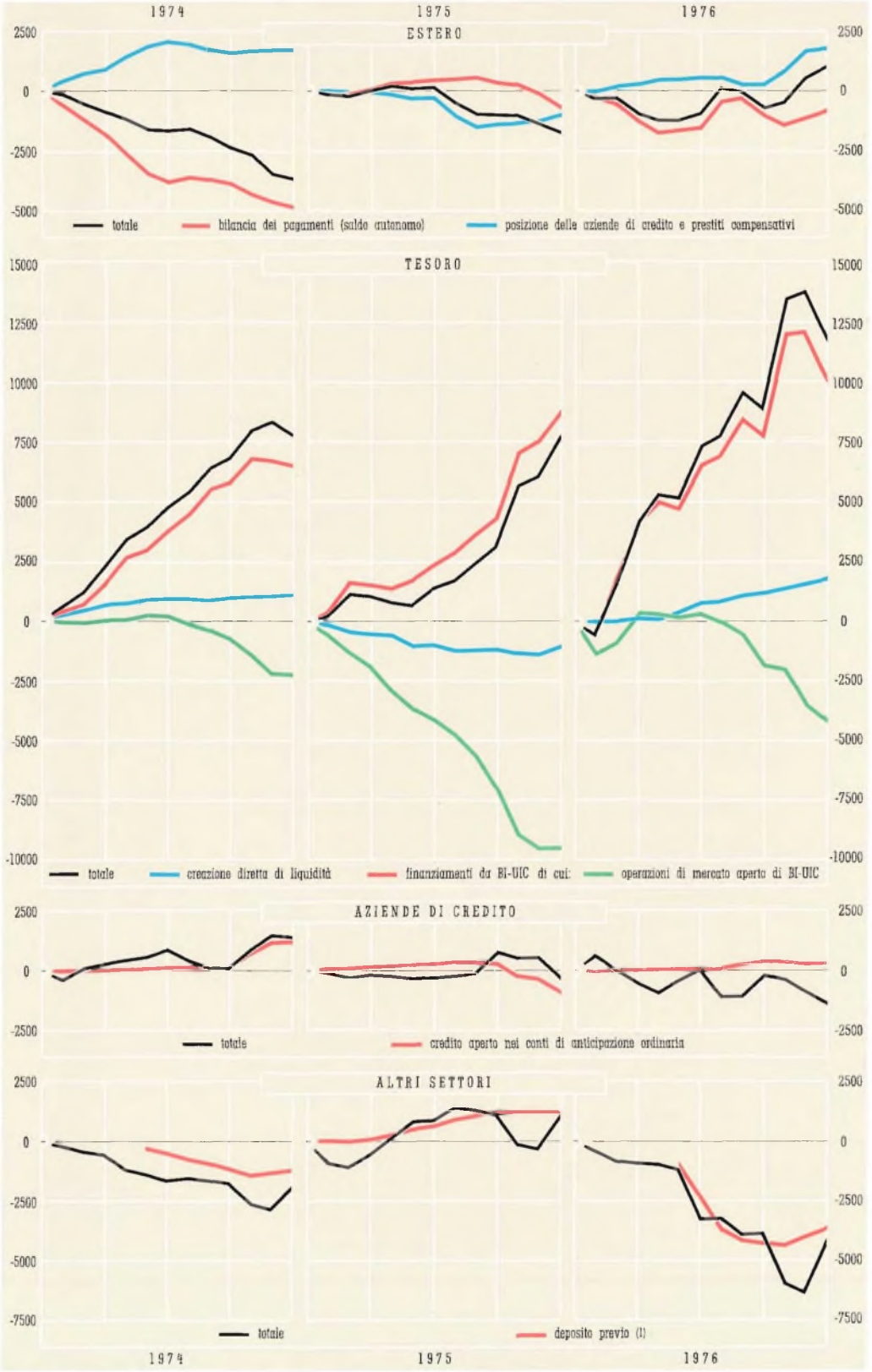
Il confronto tra i dati dell'espansione del credito totale alla fine di ciascun trimestre e i limiti infrannuali concordati con la CEE mostra che l'eccedenza, già rilevante alla fine del primo trimestre (1.600 miliardi), è rimasta invariata alla fine di giugno, risultando tuttavia inferiore all'importo del deposito previo. I dati dei primi nove mesi risultano però superiori a quelli previsti di 5.500 miliardi, riguardanti per 1.200 il settore statale le cui erogazioni complessive erano cresciute piú del previsto. Alla fine dell'anno, mentre il fabbisogno del settore statale (che beneficiava anche dei maggiori introiti derivanti dai provvedimenti fiscali) risultava inferiore al limite, l'eccedenza dell'economia e degli « altri » enti pubblici si riduceva solo leggermente, nonostante il vincolo sugli impieghi, commisurandosi a 4.000 miliardi (2.500 miliardi se si tiene conto dell'assorbimento di credito riferibile al deposito previo).

Nel mese di marzo dell'anno in corso, in occasione delle consultazioni con il Fondo monetario internazionale, è stato stimato che nel 1977 per finanziare il fabbisogno del settore pubblico e permettere aumenti del prodotto interno lordo e degli investimenti congruenti con il desiderato riaggiustamento della bilancia dei pagamenti, il credito totale dovrà espandersi di 30.600 miliardi.

In particolare, il fabbisogno del settore pubblico allargato per comprendere l'ENEL e gli ospedali, come già ricordato, veniva valutato nella « lettera di intenti » per il Fondo monetario in 16.450 miliardi, di cui 13.100 riguardanti il settore statale. Per il prodotto interno lordo l'ipotesi di aumento era del 2-3 per cento in quantità e del 22 per cento circa a prezzi correnti; per gli investimenti si prevedeva un aumento

CREAZIONE DELLA BASE MONETARIA

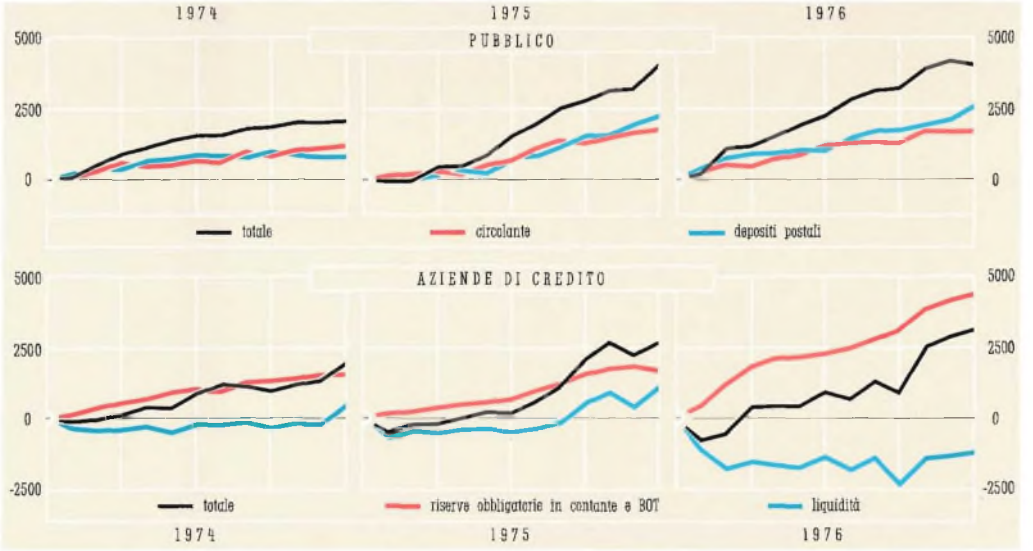
(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati in miliardi di lire)



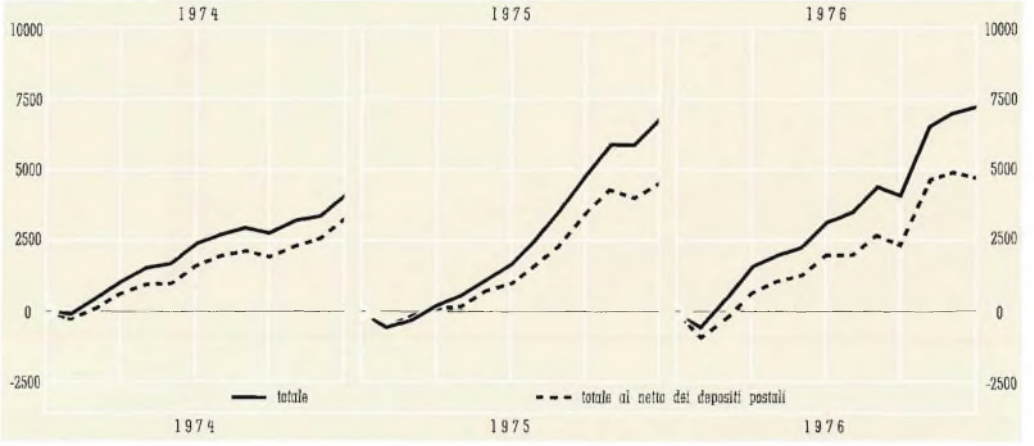
(1) Deposito sulle importazioni (1974 e 1975); deposito sugli acquisti di valuta (1976).

UTILIZZO DELLA BASE MONETARIA

(variazioni mensili cumulate; dati destagionalizzati in miliardi di lire)



TOTALE BASE MONETARIA



del 14 per cento circa; per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, il disavanzo di parte corrente era stato determinato in 500 miliardi (che si confronta con uno di 2.300 miliardi nel 1976).

L'ammontare del credito, rettificato per tener conto della liberazione dei depositi sugli acquisti di valuta finanziati nel 1976 dagli importatori, risulta pari a 32.050 miliardi. Tale previsione implica un sensibile contenimento nell'acquisizione di attività finanziarie da parte delle imprese; riduzioni nei tassi d'interesse potranno pertanto aversi solo in relazione con il rallentamento del processo inflazionistico previsto nel corso dell'anno.

L'anzidetto importo di 30.600 è stato concordato con la CEE quale limite massimo all'espansione del credito totale interno per il 1977 per la concessione del prestito di 500 milioni di dollari nell'aprile di quest'anno. Inoltre nella « lettera di intenti » al Fondo monetario il Governo italiano si è impegnato a contenere in 30.000 miliardi l'espansione del credito nei 12 mesi terminanti a marzo 1978, periodo nel quale la parte corrente della bilancia dei pagamenti dovrebbe dar luogo a un moderato avanzo (500 miliardi di lire).

Per realizzare questo andamento del credito sono stati, alla fine dello scorso mese di marzo, prorogati i massimali per l'espansione degli impieghi bancari il cui andamento risulta predeterminato bimestralmente sino al marzo del prossimo anno.

L'attivo della Banca centrale e la creazione della base monetaria.

La situazione consolidata della Banca d'Italia e dell'UIC pone in luce come nel 1976 le attività nette della Banca centrale nei confronti del Tesoro ammontassero a una cifra superiore al totale delle voci passive composte dalla circolazione, dalle riserve bancarie libere e obbligatorie, dai depositi degli istituti di credito speciale e da altre poste minori. Il saldo patrimoniale nei confronti dell'estero, tradizionalmente positivo, era negativo per una cifra pari al 9,4 per cento delle passività anzidette (tav. I 3).

Il confronto con i bilanci consolidati del passato permette di individuare i significativi mutamenti che nell'arco di un ventennio sono intervenuti nelle contropartite della base monetaria e nella stessa struttura patrimoniale del Paese. Si notano, in particolare, al passivo, la con-

tinua diminuzione della quota della circolazione, che dal 68,1 per cento nel 1956 è scesa al 37,6 per cento nel 1976, e il corrispondente aumento, dal 22,8 al 43,7 per cento, della quota delle aziende di credito: questi opposti andamenti riflettono soprattutto lo spostamento del pubblico dalla moneta legale a quella bancaria, che si evidenzia nella diminuzione dal 18,1 al 9,6 per cento del rapporto tra la circolazione e la quantità

Tav. I 3

SITUAZIONE CONSOLIDATA DELLA BANCA D'ITALIA E DELL'UFFICIO ITALIANO DEI CAMBI

(composizione percentuale su consistenze a fine giugno)

Periodi	ATTIVO			TOTALE	PASSIVO			
	Estero	Tesoro	Aziende di credito (1)		Circolazione	Aziende di credito (2)	Istituti credito speciale (3)	Altre partite (4)
1956	28,7	65,5	5,8	100,0	68,1	22,8	–0,2	9,3
1961	67,9	28,2	3,9	100,0	70,0	21,0	..	9,0
1966	52,0	38,0	10,0	100,0	63,0	29,3	0,8	6,9
1971	33,1	61,9	5,0	100,0	54,6	37,4	2,0	6,0
1972	29,4	62,9	7,7	100,0	56,3	37,6	2,1	4,0
1973	19,6	73,0	7,4	100,0	54,6	32,7	8,4	4,3
1974	7,1	80,8	12,1	100,0	43,7	32,2	17,9	6,2
1975	1,6	87,8	10,6	100,0	41,4	36,7	14,1	7,8
1976	–9,4	101,8	7,6	100,0	37,6	43,7	12,0	6,7

(1) Finanziamenti nelle forme di risconto, debito in anticipazioni ordinarie, prorogati pagamenti, anticipazioni a scadenza fissa e altri conti UIC. – (2) Depositi disponibili e obbligatori per riserva e cauzione. – (3) Saldo tra le operazioni attive e i depositi volontari e in valuta. – (4) Saldo tra partite residuali attive e creditori diversi, compresi gli accantonamenti, il capitale e le riserve.

di moneta, e lo spostamento dagli investimenti azionari e obbligazionari ai depositi bancari. All'attivo, invece, si osservano un aumento, prima, e poi una caduta della posizione netta nei confronti dell'estero e l'inverso andamento di quella nei confronti del Tesoro: a un primo periodo di accumulazione di riserve e di relativa diminuzione del debito pubblico ne è seguito un secondo di progressivo smobilizzo di crediti sull'estero e di indebitamento crescente del Tesoro verso la Banca centrale. Degli anni considerati il 1961 rappresenta il momento di svolta tra due opposte tendenze, mentre il 1976 è l'anno nel quale entrambe le grandezze hanno oltrepassato una soglia critica rappresentata per la prima dal passaggio da una posizione di credito a una di debito, e per la seconda dal superamento del 100 per cento delle passività.

Estero. — Nonostante gli squilibri della bilancia dei pagamenti, per la prima volta dal 1971 le operazioni con l'estero hanno dato luogo a una creazione netta di base monetaria (nell'anno 1.093 miliardi: tavola I4). Ciò è avvenuto per effetto dell'insieme di interventi posti in essere dalle autorità monetarie che hanno diminuito la domanda e aumentato l'offerta di valuta. Nei primi due mesi dell'anno, la sospensione temporanea degli interventi della Banca centrale ha fatto sí che le perdite di riserve fossero contenute in 394 miliardi. L'obbligo del finanzia-

Tav. I 4

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: ESTERO

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976				
			Anno	Trimestri			
				I	II	III	IV
Bilancia dei pagamenti (1) . . .	**−4.913,3**	**−732,2**	**−779,9**	**−1.312,4**	**−1.007,8**	**735,5**	**804,8**
partite correnti	−5.829,7	−1.352,9	−1.646,1	−1.405,7	−1.118,5	781,4	96,7
movimenti di capitali	1.005,4	998,3	566,4	−25,3	24,8	145,1	421,8
partite viag. storni, arbit. . . .	−89,0	−377,6	299,8	118,6	85,9	−191,0	286,3
Interventi (2)	**1.798,3**	**−968,1**	**1.872,6**	**197,9**	**793,5**	**4,2**	**877,0**
di cui: pos. netta (aumento −)	475,1	−356,3	2.134,4	317,4	803,8	101,0	912,2
prestiti compensativi .	1.325,0	−609,5	−247,8	−83,0	−	−106,0	−58,8
EFFETTO COMPLESSIVO *(a)*	**−3.115,0**	**−1.700,3**	**1.092,7**	**−1.114,5**	**−214,3**	**739,7**	**1.681,8**
in lire: posizione netta verso l'estero di BI-UIC .	−2.995,2	−1.794,3	6.572,6	−1.794,7	−157,4	592,4	7.932,3
aggiustamenti di cambio . . .	−118,0	97,1	−5.439,7	716,0	−46,7	138,0	−6.247,0
in valuta: valute conver. delle az. di credito .	−1,8	−3,1	−40,2	−35,8	−10,2	9,3	−3,5
Per memoria:							
− depositi in valuta vincolati presso BI-UIC di pertinenza degli altri settori (b)	*1.118,6*	*−599,9*	*650,0*	*737,4*	*−66,0*	*−36,5*	*15,1*
− depositi in valuta vincolati presso BI-UIC di pertinenza del Tesoro (c)	*−34,0*	−	−	−	−	−	−
− Effetto dell'estero al netto dei depositi in valuta vincolati presso BI-UIC (a−b−c)	*−4.199,6*	*−1.100,4*	*442,7*	*−1.851,9*	*−148,3*	*776,2*	*1.666,7*

(1) Saldo autonomo. – (2) Sono inclusi gli sfasamenti contabili tra le voci di situazione di BI-UIC e le risultanze della bilancia dei pagamenti.

mento in valuta dei pagamenti anticipati per importazioni e soprattutto di una quota dei crediti all'esportazione a breve termine costituiva un forte incentivo all'indebitamento sull'estero delle banche che, infatti, ha registrato nell'anno un aumento senza precedenti (2.134 miliardi) e tale da compensare largamente la distruzione di base monetaria avvenuta attraverso la bilancia dei pagamenti (1.002 miliardi). Perdurando il disavanzo delle partite correnti (1.119 miliardi nel secondo trimestre) nel mese di maggio si introduceva il deposito previo sugli acquisti di valuta; gli effetti di questa misura e la stagionalità favorevole si ripercuotevano rapidamente sulla bilancia dei pagamenti che, nei mesi di luglio e agosto, segnava un attivo di 1.228 miliardi.

Nel mese di settembre, accanto a nuove misure restrittive della liquidità, si imponeva la tassa sulle cessioni di valuta e si elevava dal 30 al 50 per cento il finanziamento obbligatorio in valuta a fronte dei crediti a breve all'esportazione. L'effetto di questi provvedimenti si manifestava in pieno nell'ultimo trimestre quando la creazione di base monetaria attraverso il canale dell'estero raggiungeva i 1.682 miliardi; le partite correnti segnavano un attivo di 97 miliardi e di 422 i movimenti di capitale, il cui rientro era agevolato dalla legge n. 159 con scadenza a novembre. Il contributo piú rilevante alla creazione di base monetaria era però costituito dall'ulteriore indebitamento verso l'estero delle aziende di credito (912 miliardi), incentivato, oltre che dalle misure valutarie, dall'esclusione dei finanziamenti in valuta dai limiti imposti il 15 ottobre all'espansione degli impieghi bancari.

Il 30 dicembre, avvalendosi di una facoltà prevista dagli accordi internazionali, si decideva la rivalutazione delle riserve auree; l'operazione, come ogni altro aggiustamento di cambio, non ha comportato alcun effetto sulla base monetaria dell'estero né su quella totale. Infatti l'adeguamento delle riserve valutarie derivante dalle variazioni del cambio non dà origine ad alcun mutamento della liquidità interna, che avviene invece al momento della cessione o dell'acquisto delle divise estere presso l'UIC da parte degli operatori.

Tesoro. — La creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro è stata di 11.746 miliardi, del 51 per cento superiore a quella dell'anno precedente; essa ha finanziato l'80 per cento del fabbisogno di cassa e ha contribuito alla creazione totale di base monetaria nella misura del 159 per cento (tav. I 5).

Tav. I 5

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: TESORO

(variazione in miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976				
			Anno	Trimestri			
				I	II	III	IV
Fabbisogno di cassa	**8.961,9**	**16.519,5**	**14.708,1**	**2.542,7**	**3.230,9**	**4.672,9**	**4.261,6**
Finanziamento non monetario (1)	**–1.291,3**	**–8.740,2**	**–2.962,6**	**604,7**	**488,9**	**–2.899,2**	**–1.157,0**
Operazioni in titoli di Stato	–1.446,9	–8.645,2	–2.961,6	692,9	534,1	–2.746,3	–1.442,3
mercato primario (2)	*841,2*	*838,1*	*1.273,4*	*391,1*	*440,8*	*–451,4*	*892,9*
BOT	732,2	2.215,4	619,6	325,1	244,0	–612,0	662,5
titoli a lungo termine	109,0	–1.377,3	653,8	66,0	196,8	160,6	230,4
mercato aperto di BI-UIC	*–2.288,1*	*–9.483,3*	*–4.235,0*	*301,8*	*93,3*	*–2.294,9*	*–2.335,2*
BOT	–2.360,7	–7.251,2	–2.802,2	1.784,7	46,6	–2.289,3	–2.344,2
titoli a lungo termine	72,6	–2.232,1	–1.432,8	–1.482,9	46,7	–5,6	9,0
Altre operazioni (3)	155,6	–95,0	–1,0	–88,2	–45,2	–152,9	285,3
EFFETTO COMPLESSIVO	**7.670,6**	**7.779,3**	**11.745,5**	**3.147,4**	**3.719,8**	**1.773,7**	**3.104,6**
Creazione diretta di liquidità	**1.172,5**	**–1.043,7**	**1.809,2**	**60,9**	**277,9**	**609,1**	**861,3**
raccolta postale	829,3	2.308,8	2.607,6	893,2	130,3	324,8	1.259,3
altre operazioni (4)	343,2	–3.352,5	–798,4	–832,3	147,6	284,3	–398,0
Finanziamenti da BI-UIC (5)	**6.498,1**	**8.823,0**	**9.936,3**	**3.086,5**	**3.441,9**	**1.164,6**	**2.243,3**
titoli a lungo termine:	1.300,8	3.440,7	2.198,7	642,8	83,6	1.040,3	432,0
all'emissione	1.228,2	5.672,8	3.631,5	2.125,7	36,9	1.045,9	423,0
mercato aperto	72,6	–2.232,1	–1.432,8	–1.482,9	46,7	–5,6	9,0
BOT:	4.821,5	5.363,9	6.374,0	1.912,3	3.589,4	–1.101,2	1.973,5
all'emissione	7.182,2	12.615,1	9.176,2	127,6	3.542,8	1.188,1	4.317,7
mercato aperto	–2.360,7	–7.251,2	–2.802,2	1.784,7	46,6	–2.289,3	–2.344,2
c/c tesoreria provinciale	49,6	560,1	1.693,6	584,1	47,8	731,1	330,6
altri finanziamenti (6)	326,2	–541,7	–330,0	–52,7	–278,9	494,4	–492,8

(1) Il segno è riferito all'effetto esercitato sulla creazione di base monetaria; le vendite sul mercato della BI e le emissioni di titoli hanno cioè segno negativo. – (2) Emissioni al netto delle sottoscrizioni di BI-UIC. – (3) Depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP., debiti esteri e impieghi netti di aziende e istituti di credito speciale a favore delle aziende autonome. – (4) BOT a riserva delle aziende di credito, circolazione di stato, c/c e altri debiti a vista di aziende di credito e pubblico, finanziamenti ammassi obbligatori di aziende di credito e I.C.S. – (5) Il dato considerato per i titoli non include la svalutazione e rivalutazione degli stessi iscritta in bilancio al 31 dicembre 1974, 1975 e 1976. – (6) Compresi i Buoni fruttiferi della Cassa DD.PP., certificati AIMA e depositi in valuta vincolati presso BI-UIC di pertinenza del Tesoro.

Alla crescita della base monetaria del Tesoro ha contribuito, nel 1975, il rimborso di circa 1.400 miliardi di BOT sottoscritti dalle aziende di credito nel 1974 in relazione alle anticipazioni straordinarie concesse dalla Banca d'Italia ai sensi del decreto ministeriale del 27 settembre 1974. Tale rimborso ha avuto l'effetto contabile, opposto a quello manifestatosi nell'anno precedente, di aumentare la base monetaria del Tesoro e di ridurre quella creata dalle aziende di credito.

L'aumento dei mezzi monetari creati dal Tesoro, che, come già ricordato, ha superato di oltre 3.000 miliardi i limiti concordati con la CEE, è stato il piú alto finora osservato, e, in rapporto alla creazione totale di base monetaria, si avvicina a quello avvenuto nel 1974; questo aumento trova origine sia in un livello ancora alto del fabbisogno di cassa (14.708 miliardi), anche se del 10 per cento inferiore a quello del 1975, sia nella difficoltà di finanziare il disavanzo con mezzi non monetari. Il peso diverso che questi due fattori hanno avuto nella prima e nella seconda metà dell'anno riflette le condizioni di liquidità delle aziende di credito e l'operare della politica monetaria. All'inizio dell'anno si avevano condizioni molto favorevoli al finanziamento del Tesoro che riusciva a collocare presso le aziende di credito e il pubblico 1.370 miliardi di buoni del Tesoro quadriennali, il cui rendimento era fortemente competitivo con quello dei BOT. Dopo la crisi valutaria del 20 gennaio, la riduzione della liquidità bancaria provocata dalle misure restrittive induceva le aziende di credito a vendere alla Banca d'Italia, già nel mese di febbraio, 770 miliardi di BOT. Nello stesso mese tuttavia si aveva una sottoscrizione netta all'asta per 396 miliardi probabilmente dovuta al fatto che il tasso di aggiudicazione risultava ancora superiore al rendimento dei depositi interbancari. In marzo, con l'inasprimento della stretta concretatosi nei prelievi straordinari di riserva obbligatoria, le aziende di credito cedevano alla Banca d'Italia 1.225 miliardi di BOT e all'asta, il cui tasso di aggiudicazione risultava inferiore a quello interbancario, si aveva un rimborso netto di titoli per 1.090 miliardi. Nel mese, dunque, a fronte di un fabbisogno di cassa di soli 117 miliardi, il canale del Tesoro creava base monetaria per 2.401 miliardi. Nel secondo trimestre le operazioni di mercato aperto cessavano di essere un veicolo di creazione di base monetaria mentre continuavano ad esserlo, con andamento alterno, le aste dei BOT (243 miliardi); si avevano anche rimborsi netti di titoli a lungo termine per 197 miliardi (tavv. I 6 e I 7)

Nella prima metà dell'anno il fabbisogno di cassa raggiungeva 5.774 miliardi pari al 39 per cento del disavanzo complessivo del 1976, mentre la creazione di base monetaria, al netto della raccolta postale, ammon-

Tav. I 6

BUONI ORDINARI DEL TESORO (1) - Aste mensili

(importi in miliardi di lire)

Data	In scadenza (2)			Offerti			Domandati da aziende di credito e altri			Assegnati				
	Importo	Scadenza in mesi	di cui: presso aziende di credito e altri (3)	Importo	Scadenza in mesi	Prezzo base di emissione	Numero richieste	Numero richiedenti	Importo	Prezzo di aggiudicazione	Tasso effettivo postipicato (4)	Aziende di credito e altri: numero assegnazioni	Aziende di credito e altri: importo	BI-UIC importo
1976 - gen.	*3.000*	*6*	*–*	*2.000*	*6*	*94,60*	*101*	*65*	*449,4*	*95,45*	*9,76*	*61*	*334,2*	*1.665,8*
				1.000	*12*	*89,75*	*35*	*20*	*69,6*	*91,25*	*9,59*	*8*	*31,8*	*968,2*
feb.	*1.200*	*6*	*45,0*	*1.000*	*6*	*93,80*	*209*	*113*	*500,7*	*94,30*	*12,46*	*155*	*441,5*	*558,5*
mar.	*3.500*	*6*	*1.405,4*	*1.500*	*3*	*96,30*	*132*	*84*	*308,7*	*96,30*	*16,28*	*132*	*270,6*	*1.229,4*
				1.000	*6*	*93,00*	*48*	*24*	*45,1*	*93,00*	*15,62*	*48*	*44,1*	*955,9*
				1.000	*12*	*87,00*	*18*	*11*	*19,2*	*87,70*	*14,03*	*5*	*0,6*	*999,4*
apr.	*700*	*6*	*350,1*	*1.000*	*3*	*96,00*	*243*	*155*	*764,9*	*96,00*	*17,74*	*243*	*703,1*	*296,9*
				500	*6*	*92,30*	*140*	*77*	*221,1*	*92,30*	*17,38*	*140*	*213,7*	*286,3*
mag.	*4.000*	*6*	*1.950,7*	*2.000*	*3*	*95,90*	*218*	*155*	*1.024,3*	*95,90*	*18,23*	*218*	*1.024,2*	*975,8*
				3.000	*6*	*92,10*	*135*	*85*	*291,1*	*92,10*	*17,89*	*135*	*291,1*	*2.708,9*
giu.	*5.000*	*3-12*	*352,6*	*1.000*	*3*	*95,90*	*85*	*56*	*114,6*	*95,90*	*18,23*	*85*	*114,6*	*885,4*
				1.000	*6*	*92,10*	*52*	*29*	*63,9*	*92,10*	*17,89*	*52*	*63,9*	*936,1*
lug.	*3.000*	*3-6*	*1.277,2*	*1.000*	*3*	*95,90*	*217*	*142*	*1.200,7*	*96,00*	*17,74*	*176*	*999,2*	*0,8*
				800	*6*	*92,10*	*117*	*67*	*251,8*	*92,10*	*17,89*	*117*	*251,8*	*548,2*
ago.	*3.000*	*3-6*	*1.437,7*	*2.000*	*3*	*95,90*	*253*	*167*	*1.172,1*	*95,95*	*17,98*	*233*	*1.135,2*	*864,8*
				500	*6*	*92,10*	*137*	*70*	*257,2*	*92,10*	*17,89*	*137*	*257,2*	*242,8*
set.	*2.000*	*3-6*	*1.330,4*	*1.750*	*3*	*95,90*	*263*	*167*	*1.616,7*	*95,95*	*17,98*	*215*	*1.598,9*	*151,1*
				750	*6*	*92,10*	*141*	*76*	*414,9*	*92,10*	*17,89*	*141*	*414,9*	*335,1*
ott.	*2.200*	*3-6-12*	*1.959,2*	*2.000*	*3*	*95,90*	*169*	*107*	*1.028,1*	*95,90*	*18,23*	*169*	*1.028,1*	*971,9*
				500	*6*	*92,10*	*98*	*62*	*374,2*	*92,10*	*17,89*	*98*	*374,2*	*125,8*
nov.	*7.000*	*3-6-12*	*3.357,7*	*2.000*	*3*	*95,90*	*271*	*169*	*2.105,8*	*95,95*	*17,98*	*258*	*1.973,7*	*26,3*
				2.000	*6*	*92,10*	*177*	*118*	*1.157,4*	*92,10*	*17,89*	*177*	*1.157,4*	*842,6*
				1.000	*12*	*85,50*	*90*	*64*	*286,7*	*85,70*	*16,69*	*62*	*148,5*	*851,5*
dic.	*3.350*	*3-6-12*	*2.419,4*	*2.000*	*3*	*95,90*	*228*	*130*	*1.834,3*	*96,00*	*17,74*	*198*	*1.781,8*	*218,2*
				500	*6*	*92,10*	*143*	*85*	*778,1*	*92,30*	*17,38*	*99*	*500,0*	*–*
				500	*12*	*85,50*	*78*	*55*	*117,6*	*85,70*	*16,69*	*72*	*104,9*	*395,1*

(1) Esclusi i BOT a riserva obbligatoria. – (2) Compresi quelli delle emissioni riservate. – (3) Alla data della scadenza. – (4) Riportato ad anno secondo la regola dell'interesse composto e dell'anno commerciale.

INTERVENTI SUI TITOLI DI STATO DI BI-UIC

Tav. I 7

(importi in miliardi di lire)

Data	Variazioni (1)										Consistenze (2)			
	Mercato primario (emissioni nette)						Mercato secondario		Movimento portafoglio		BOT e altri titoli a breve		Titoli a lunga	
	BOT					Altri titoli a breve	Titoli a lunga	BOT	Titoli a lunga	BOT e altri titoli a breve	Titoli a lunga	BI-UIC	Aziende di credito e altri (3)	BI-UIC	Aziende di credito e altri
	Aste	Offerte riservate: quantità	Offerte riservate: scadenza in mesi	Offerte riservate: prezzo	Rimborsi										
1976 - gen.	2.634,0	–	–	–	3.000,0	–	1.538,4	–210,0	–1.188,6	–576,0	349,8	11.288,8	8.121,2	14.035,4	16.260,3
feb.	558,5	–	–	–	555,0	–	587,3	770,0	–303,6	773,5	283,7	12.062,3	7.147,7	14.354,1	16.501,1
mar.	3.184,7	–	–	–	2.694,6	–	–	1.224,7	9,3	1.714,8	9,3	13.777,1	5.432,9	14.365,7	16.435,5
apr.	583,2	–	–	–	349,9	–	–	–99,0	13,2	134,3	13,2	13.911,4	6.098,6	14.381,5	16.403,1
mag.	3.684,7	–	–	–	2.049,3	–	–	–21,2	13,6	1.614,2	13,6	15.525,6	5.484,4	14.397,6	16.381,4
giu.	1.821,5	4.500,0	12	87,00	4.647,4	–36,0	36,9	166,8	19,9	1.804,9	56,8	17.330,5	5.143,5	14.461,4	16.427,1
lug.	549,0	2.000,0	6	92,10	1.722,8	–	–130,1	–420,8	–7,8	405,4	–137,9	17.735,9	5.538,1	14.345,5	16.147,3
ago.	1.107,6	1.000,0	6	92,10	1.562,3	–	–10,9	–488,6	–0,2	56,7	–11,1	17.792,6	5.981,4	14.332,4	16.134,2
set.	486,2	–	–	–	669,6	–	1.186,9	–1.379,9	2,4	–1.563,3	1.189,3	16.229,3	8.044,7	15.647,0	16.084,7
ott.	1.097,7	–	–	–	36,8	–	256,0	–107,3	8,1	953,6	264,1	17.182,9	7.595,1	15.945,1	16.069,0
nov.	1.720,4	3.200,0	3	95,95	3.846,3	45,9	214,9	–1.567,6	2,7	–447,6	217,6	16.735,3	9.084,6	16.194,2	16.045,8
dic.	613,3	2.500,0	3	96,00	930,6	–	–47,9	–669,3	–1,8	1.513,4	–49,7	18.248,7	9.721,2	16.194,8	16.544,2

(1) Al valore di bilancio. – (2) Al valore nominale. – (3) Esclusi i BOT a riserva obbligatoria.

tava a 5.844 miliardi, pari al 64 per cento della creazione dell'intero anno. Solo nel primo semestre del 1974, nel momento di maggiore severità della stretta creditizia, era accaduto l'analogo fenomeno, anche se quantitativamente inferiore, di una creazione di base quasi uguale al fabbisogno di cassa (tav. I 8). E mentre allora ciò era avvenuto in buona parte attraverso il mancato rinnovo di titoli a lungo termine, nel 1976 il sistema bancario ha reagito alle misure restrittive ricostituendo le proprie scorte di liquidità attraverso rimborsi di BOT, a ciò spinto dalla flessibilità solo parziale del tasso di emissione di questi titoli e dalla struttura ancora embrionale del mercato monetario.

Tav. I 8

BASE MONETARIA DEL TESORO E SUE COMPONENTI: INDICATORI (1)

Periodi	Rapporto tra la base monetaria di fonte Tesoro e:		BOT collocati
	base monetaria totale	fabbisogno di cassa	Totale interventi (2)
1966-1968	34,6	13,5	–9,8
1969-1971	122,5	58,5	13,2
1972	126,5	48,2	5,0
1973	164,7	68,0	9,9
1974	208,8	76,3	126,1
1975	119,6	33,1	57,6
1976	191,5	62,1	73,7
1974 - I semestre	*399,1*	*98,6*	*46,1*
- II "	*128,1*	*58,8*	*98,2*
1975 - I "	*287,3*	*8,4*	*59,7*
- II "	*111,8*	*51,3*	*53,7*
1976 - I "	*417,7*	*101,2*	*219,5*
- II "	*97,6*	*36,9*	*113,0*

(1) I dati relativi alla Base monetaria sono al netto della raccolta postale. – (2) Quota degli acquisti netti di BOT (all'asta e sul mercato aperto) delle aziende di credito e del pubblico rispetto alla parte del fabbisogno del Tesoro non coperta con base monetaria.

A partire dal mese di luglio, la crescita della liquidità bancaria ha reso meno problematica la copertura del disavanzo, nonostante il suo incremento rispetto alla prima metà dell'anno (8.935 miliardi contro 5.774) e l'aumento dei BOT in scadenza ogni mese presso le aziende di credito e il pubblico (in media 1.964 miliardi contro 684 nel primo semestre e 1.375 nel 1975), anche a motivo della riduzione della sca-

denza media dei titoli della specie in portafoglio delle aziende di credito passata da 5,4 mesi a fine 1975 a 3,1 mesi nel giugno 1976. Quest'ultimo fenomeno, che segue con qualche mese di ritardo i provvedimenti restrittivi, riflette lo spostamento delle banche verso investimenti a piú breve termine. Nel secondo semestre il rapporto tra la base monetaria creata dal Tesoro, al netto della raccolta postale, e il fabbisogno di cassa scendeva al 37 per cento dal 101 per cento nella prima metà dell'anno; ancora una volta ciò avveniva principalmente attraverso la sottoscrizione di BOT da parte delle aziende di credito e del pubblico che, ripresa nel terzo trimestre, raggiungeva negli ultimi due mesi dell'anno punte elevate (2.126 miliardi) e tali da piú che compensare i disinvestimenti avvenuti all'inizio del 1976. I titoli della specie in portafoglio delle aziende di credito sono infatti passati da 7.279 miliardi nel dicembre 1975 a 7.472 miliardi nel corrispondente mese dell'anno in esame. Inoltre, a partire da novembre, nel tentativo di favorire un allungamento della scadenza media del portafoglio BOT delle banche, si riprendeva a offrire all'asta BOT a 12 mesi che, sia pure per importi modesti, venivano sottoscritti dalle aziende di credito.

La creazione diretta di liquidità del Tesoro nell'anno è stata di 1.809 miliardi; ai 2.608 miliardi di incremento della raccolta postale vanno aggiunti i 798 miliardi della voce « altre operazioni » la cui variazione negativa è costituita per 652 miliardi dal rimborso degli ultimi BOT a riserva obbligatoria esauritosi nel mese di febbraio.

Rifinanziamento delle aziende di credito. — Nel 1976, a mano a mano che gli effetti della restrizione si ripercuotevano sulla liquidità bancaria, il rifinanziamento alle aziende di credito è tornato a essere uno strumento effettivo per il controllo della base monetaria, dopo la parentesi del 1975 quando le anticipazioni a scadenza fissa, interamente rimborsate nella prima parte dell'anno, sono state nulle nel corso del secondo semestre.

Nel sistema italiano, dove il credito aperto in conto anticipazioni ordinarie è stabile e, di fatto, non soggetto a revoca, il controllo della base monetaria avviene attraverso le variazioni del risconto e delle anticipazioni a scadenza fissa la cui concessione, per periodi molto brevi (sempre inferiori al mese), è prorogabile solo a discrezione della Banca centrale. Il rifinanziamento consente di sanare eventuali tensioni nella situazione di tesoreria delle banche, mantenendo allo stesso tempo il controllo della liquidità. Nel 1976, in particolare, al fine di rendere piú flessibile questo strumento, l'Istituto di emissione ha ridotto la durata media delle anticipazioni, rendendo cosí il ricorso a tali operazioni, oltre che piú incerto, piú oneroso poiché le maggiorazioni applicate al tasso base sono in funzione della frequenza con cui le aziende di credito ricorrono a questa forma di inde-

bitamento presso la Banca centrale. Nell'anno in esame su un totale di 134 operazioni, 8 venivano concesse a 22 giorni e le rimanenti a 8 giorni, mentre nel 1975 solo 10 operazioni, su un totale di 80, venivano poste in essere per la scadenza piú breve.

Le anticipazioni a scadenza fissa sono passate da 13 miliardi in gennaio (si considerano valori mensili costruiti come media dei dati giornalieri) a 565 in marzo, a 1.141 miliardi in giugno quando la stretta toccava il suo massimo; nello stesso periodo la liquidità media delle aziende di credito si riduceva di 1.516 miliardi. Dal mese di luglio la consistenza delle anticipazioni a scadenza fissa e del risconto diminuiva progressivamente fino a raggiungere i 10 miliardi nel mese di dicembre. Questo seguito di rimborsi, che accompagnava la crescita della liquidità, si interrompeva solo nel mese di ottobre quando le aziende di credito, per far fronte al prelievo straordinario di riserva obbligatoria, oltre a non rinnovare 557 miliardi di BOT dei 1.959 scadenti nel mese, dovevano anche ricorrere per 429 miliardi al rifinanziamento della Banca centrale.

La domanda di risconto e di anticipazioni a scadenza fissa è stata in media inferiore a quella del 1974 (286 miliardi al mese contro 847: tav. I 9) anno anch'esso di stretta creditizia e di forte diminuzione della liquidità bancaria. Ciò è dovuto sia al fatto che le aziende di credito hanno trovato nelle operazioni in BOT un buon sostituto all'indebitamento presso la Banca centrale, sia al costo del rifinanziamento. Il

Tav. I 9

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: AZIENDE DI CREDITO

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976				
			Anno	Trimestri			
				I	II	III	IV
AZIENDE DI CREDITO . . .	**1.362,3**	**—389,0**	**—1.477,0**	**—1.197,2**	**995,2**	**—591,0**	**—684,0**
credito aperto	1.338,8	—938,8	297,9	13,7	3,7	252,3	28,2
anticipaz. a scadenza fissa .	—32,6	—1.089,8	—4,5	191,7	1.358,2	—899,4	—655,0
risconto ordinario	56,4	—135,6	5,1	16,3	—12,3	3,0	—1,9
rifinanz. crediti all'esport. .	—	1.776,0	—1.776,0	—1.419,6	—354,9	—1,5	—
altre operazioni minori . . .	—0,3	—0,8	0,5	0,7	0,5	54,6	—55,3
Anticipaz. a scad. fissa:							
consistenze medie (1) . . .	*846,9*	*237,3*	*285,9*	*217,2*	*505,6*	*252,5*	*168,4*

(1) Medie di dati giornalieri.

tasso base è infatti salito dal 6 per cento di fine 1975, al 7 e poi all'8 per cento in febbraio, al 12 per cento in marzo e infine al 15 per cento in ottobre, livello mai toccato in precedenza. Il tasso medio effettivo sulle anticipazioni a scadenza fissa e sul risconto (comprensivo delle maggiorazioni applicate in funzione della frequenza con cui l'azienda di credito ricorre a queste forme di indebitamento), ha raggiunto il 15 per cento in maggio e il 18 in novembre, valore quest'ultimo superiore sia al rendimento dei depositi interbancari sia a quello dei BOT assegnati all'asta nello stesso mese.

Il rifinanziamento nelle sue altre forme ha presentato una riduzione complessiva di 1.477 miliardi; il credito aperto è aumentato di 298 miliardi, di cui 241 concessi ai sensi dei decreti ministeriali 27 settembre 1974 e 5 luglio 1976, e il rifinanziamento a fronte dei crediti all'esportazione, sospeso nel mese di febbraio ed esauritosi nell'arco dei primi 5 mesi dell'anno, ha segnato una diminuzione di 1.776 miliardi.

Altri settori. — Attraverso gli altri settori si è avuto un assorbimento di base monetaria per 3.981 miliardi; di questi 3.545 costituiscono la sterilizzazione di liquidità operata a partire da maggio dal deposito infruttifero per gli acquisti di valuta (tav. I 10). A differenza di quanto avvenuto nel 1974, quando esso venne costituito a fronte dell'importa-

Tav. I 10

CREAZIONE DI BASE MONETARIA: ALTRI SETTORI

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	1974	1975	1976				
			Anno	Trimestri			
				I	II	III	IV
ALTRI SETTORI	**–1.812,4**	**1.192,1**	**–3.981,1**	**139,1**	**–3.053,0**	**–1.738,1**	**670,9**
finanziamenti agli I.C.S. e altre attività (1)	292,8	–128,1	10,6	–23,6	15,7	–12,4	30,9
depositi in valuta vinc. presso BI-UIC (aumento –) .	–1.118,6	599,9	–650,0	–737,4	66,0	36,5	–15,1
c/vincolati importazioni (aumento –)	–1.237,3	1.237,3	–3.544,6	–	–2.379,0	–1.833,9	668,3
depositi in lire di I.C.S. (aumento –)	494,6	–649,2	252,6	605,1	–409,6	405,7	–348,6
saldo altri conti BI-UIC (2)	–243,9	132,2	–49,7	295,0	–346,1	–334,0	335,4

(1) Incluse le operazioni di mercato aperto in titoli non di Stato. – (2) Inclusa la svalutazione e rivalutazione titoli di Stato e non di Stato iscritte in bilancio al 31 dicembre 1974, 1975 e 1976.

zione di determinate merci, nel 1976 il versamento era imposto nella misura del 50 per cento del controvalore della valuta richiesta o degli accrediti di conti esteri in lire effettuati a qualsiasi titolo. L'assorbimento di liquidità era di 888 miliardi in maggio e raggiungeva dopo sei mesi il suo valore massimo, pari a 4.344 miliardi; nell'ultimo bimestre, essendo iniziato il progressivo abbattimento dell'aliquota, passata dal 50 al 40 per cento, i rimborsi netti del deposito creavano base monetaria per 800 miliardi.

I depositi in lire degli istituti di credito speciale presso la Banca centrale si sono ridotti di 253 miliardi con un effetto di creazione di base monetaria di pari importo. Il fenomeno dipende non da fattori di natura economica, ma dai tempi tecnici di pagamento degli interessi sulle obbligazioni degli istituti di credito speciale; tale operazione avviene tramite la Banca d'Italia con disponibilità precostituite presso di essa dagli istituti nei mesi di giugno e di dicembre.

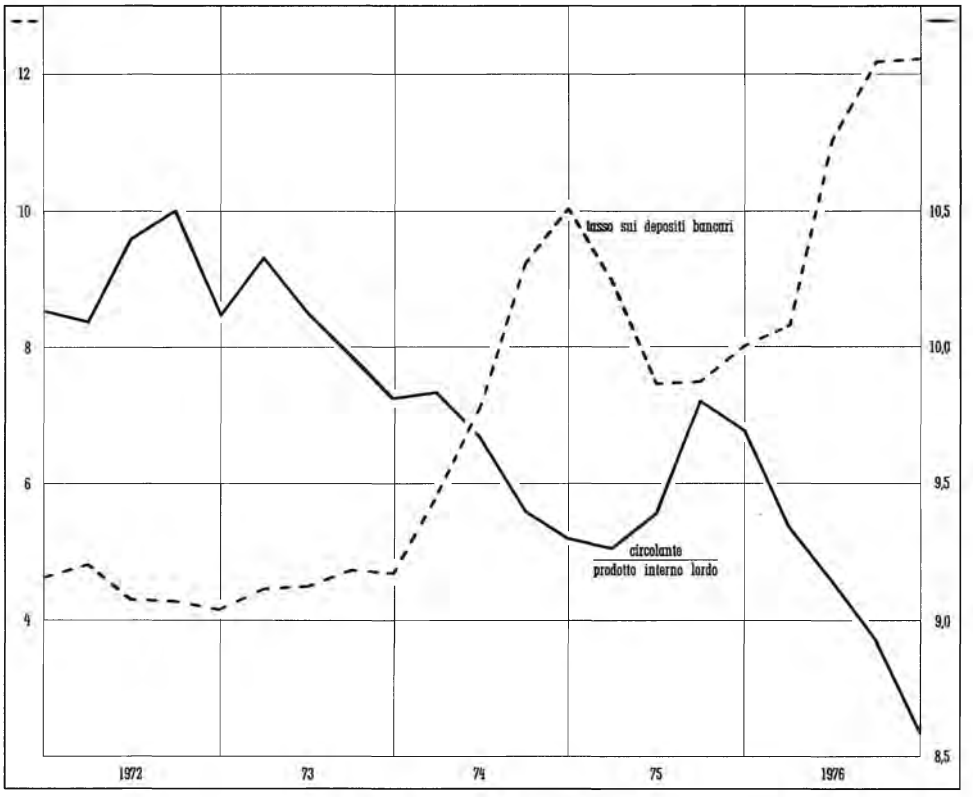
L'aumento di 650 miliardi dei depositi in valuta vincolati presso la Banca d'Italia e l'UIC a fronte dei prestiti compensativi è dovuto alla loro rivalutazione contabile conseguente alla perdita di valore della lira. L'effetto di assorbimento di base monetaria è comunque pari a zero perché la variazione negativa trova contropartita contabile nella voce « saldo altri conti BI-UIC » nella quale sono registrate anche altre partite minori fra cui l'accantonamento di 339 miliardi derivanti dalla rivalutazione delle riserve auree che, nel mese di gennaio, è andato a estinguere le anticipazioni straordinarie della Banca d'Italia al Tesoro.

Il passivo della Banca centrale e gli usi della base monetaria.

Circolante, raccolta postale e altre forme di base monetaria del pubblico. — Il tasso di crescita della base monetaria detenuta dal pubblico è stato del 16 per cento (contro il 19 per cento del 1975) e di quasi 2 punti inferiore a quello della base monetaria totale. L'aumento percentuale del circolante è stato solo del 13 per cento contro il 16 dell'anno precedente. La caduta della domanda di base monetaria per transazioni trova spiegazione nell'andamento dei tassi sui depositi bancari, parziali sostituti del circolante (fig. I 4 e tav. I 11).

Nel corso dell'anno, l'aumento del circolante, depurato dei fattori stagionali, ha mostrato un andamento piú sostenuto nei primi due trimestri quando la crescita del rendimento dei depositi bancari, ritardata rispetto a quella dei tassi attivi e di mercato monetario, non aveva ancora fatto sentire pienamente i suoi effetti sul comportamento del pubblico, effetti che si sono invece manifestati nella seconda metà dell'anno e in particolare nel quarto trimestre (tav. I 12).

Fig. I 4



Circolante e tasso sui depositi bancari

La crescita della raccolta postale (2.608 miliardi) è stata maggiore di quella del circolante e in percentuale (19,6) quasi uguale a quella del 1975 e solo di poco inferiore all'incremento dei depositi bancari. Nel primo trimestre, in linea con la tendenza manifestatasi negli

Tav. I 11

UTILIZZO DI BASE MONETARIA: PUBBLICO

(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consistenze a fine 1976	Variazioni						
		1974	1975	1976				
				Anno	Trimestri			
					I	II	III	IV
PUBBLICO	**30.185,8**	**2.042,9**	**4.123,5**	**4.081,7**	**277,8**	**1.172,4**	**295,7**	**2.335,8**
circolante	14.225,5	1.157,6	1.771,3	1.687,0	–426,5	927,1	–303,2	1.489,6
dep. c/o Tesoro e BI-UIC .	38,9	56,0	43,4	–212,9	–188,9	115,0	274,1	–413,1
raccolta postale	15.921,4	829,3	2.308,8	2.607,6	893,2	130,3	324,8	1.259,3

Tav. I 12

ANDAMENTO DEL CIRCOLANTE

Periodi	Circolante (CIRC) (1)	Prodotto interno lordo a prezzi correnti (PIL) (2)	Retribuzioni nette ed erogazioni previdenziali (R) (2)	CIRC / PIL (3)	R / PIL	CIRC / M_2
	(miliardi di lire)			*(rapporti percentuali)*		
1971 - IV trim.	6.615	63.056	33.450	*10,13*	*53,04*	*11,10*
1972 - I trim.	6.758	64.404	34.579	*10,09*	*53,69*	*10,89*
II "	7.026	65.808	35.474	*10,40*	*53,90*	*10,87*
III "	7.216	67.310	36.413	*10,50*	*54,09*	*10,69*
IV "	7.404	69.080	37.914	*10,11*	*54,88*	*10,54*
1973 - I trim.	7.775	71.151	39.058	*10,33*	*54,89*	*10,58*
II "	8.157	74.420	40.639	*10,12*	*54,60*	*10,47*
III "	8.504	78.565	42.923	*9,97*	*54,63*	*10,39*
IV "	8.735	82.503	45.780	*9,81*	*55,48*	*10,09*
1974 - I trim.	9.249	87.197	48.497	*9,83*	*55,61*	*10,19*
II "	9.605	91.876	51.371	*9,67*	*55,91*	*10,18*
III "	9.746	96.460	53.623	*9,40*	*55,59*	*10,06*
IV "	9.940	100.911	56.731	*9,30*	*56,21*	*9,93*
1975 - I trim.	10.247	105.048	60.147	*9,26*	*57,25*	*9,70*
II "	10.511	108.202	63.405	*9,39*	*58,59*	*9,52*
III "	11.212	110.896	67.017	*9,80*	*60,43*	*9,52*
IV "	11.640	114.215	69.793	*9,69*	*61,10*	*9,40*
1976 - I trim.	12.133	118.987	71.957	*9,35*	*60,47*	*9,18*
II "	12.651	125.598	74.516	*9,14*	*59,32*	*9,33*
III "	12.959	133.250	80.236	*8,93*	*60,21*	*9,14*
IV "	13.354	142.128	83.775	*8,58*	*58,94*	*8,90*

(1) Media trimestrale di dati mensili destagionalizzati; il dato del dicembre 1972 è depurato dei movimenti accidentali. – (2) I dati si riferiscono ai quattro trimestri terminanti con quello indicato. – (3) Il denominatore è il prodotto interno lordo trimestrale depurato della componente stagionale, riferito all'anno.

ultimi tre mesi del 1975, la raccolta postale presentava una dinamica sostenuta (6,9 per cento, dati depurati dei fattori stagionali) che rifletteva la stabilità nel differenziale fra i rendimenti dei depositi postali e bancari. A partire dal secondo trimestre il differenziale si ampliava sensibilmente a favore dei secondi che aumentavano di quasi 4 punti mentre i tassi sui libretti e sui buoni fruttiferi, nel mese di luglio, venivano portati rispettivamente dal 6 all'8 e dal 7 al 9 per cento. Ciò rallentava l'afflusso del risparmio presso l'amministrazione postale la cui crescita era, nel secondo semestre, di 1.584 miliardi (contro 1.634 nel corrispondente periodo dell'anno precedente) e di soli 873 (975 nel 1975) se si depura la raccolta dell'accreditamento degli interessi avvenuto nel mese di dicembre.

Riserve libere e obbligatorie delle aziende di credito. — La base monetaria delle banche è aumentata di 3.298 miliardi e del 20,2 per cento, valore solo di poco inferiore a quello del 1975 (20,3 per cento). Se corretta degli effetti provocati dalle variazioni amministrative del coefficiente di riserva, la crescita della base monetaria delle banche è stata solo del 12 per cento (contro il 35 dell'anno precedente quando si ebbe l'effetto di liberazione delle riserve obbligatorie derivante dall'aumento dei patrimoni bancari), valore che meglio indica le condizioni restrittive in cui hanno operato le aziende di credito (tav. I 13).

Tav. I 13

RISERVE BANCARIE LIBERE E OBBLIGATORIE: INDICATORI

(incrementi percentuali sull'anno)

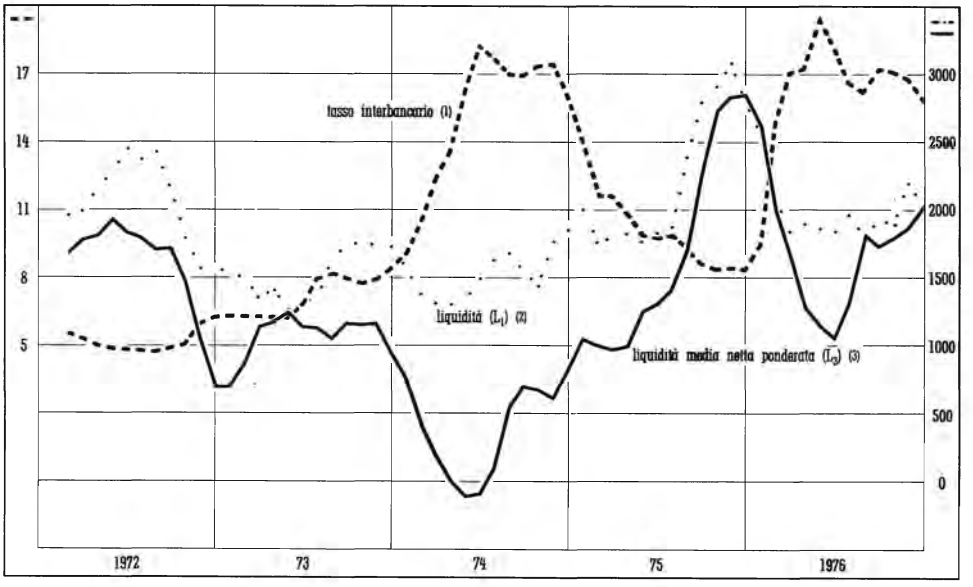
Anni	Riserve bancarie totali		*di cui:*			
			Obbligatorie		Libere	
	grezze	corrette e nette	grezze	corrette (1)	L1 (2)	L2 (3)
	(a)+(c)	*(b)+(d)*	*(a)*	*(b)*	*(c)*	*(d)*
1974	17,9	20,9	15,6	17,1	29,7	77,2
1975	18,4	34,6	14,7	20,9	35,0	167,5
1976	22,1	12,0	34,7	20,6	–25,7	–25,7

(1) Corretta per le variazioni del coefficiente effettivo di riserva obbligatoria. Si veda la nota metodologica in appendice. – (2) L1= Liquidità: dati di fine periodo. – (3) L2=L1 al netto di anticipazioni a scadenza fissa e risconto. Tutti i dati di liquidità relativi al 1975 sono depurati della quota dei depositi a fronte dei rifinanziamenti all'esportazione per la quale non esistevano dilazioni di pagamento capaci di determinarne l'effettivo utilizzo.

Mentre le riserve obbligatorie sono aumentate di 4.415 miliardi (1.634 nell'anno precedente), la liquidità ha subíto una variazione negativa di 1.116 miliardi contro un incremento di 1.125 nel 1975 (tavola I 14). Le banche cioè hanno mantenuto pressoché inalterato il tasso di crescita dei depositi riducendo in modo sensibile le proprie disponibilità liquide; questo aumento del moltiplicatore ha avuto come contropartita l'innalzamento dei tassi di interesse.

La forte caduta delle riserve libere, misurata su dati di fine periodo, è in parte dovuta anche a fattori accidentali che, soprattutto da quando le aziende di credito hanno incrementato la partecipazione all'asta dei BOT, influiscono sul dato di fine mese. Una migliore misurazione del grado

Fig. I 5



Liquidità e tasso interbancario

(1) Media mensile di rilevazioni settimanali. – (2) Media mobile di tre dati: valori di fine mese. – (3) Media mobile di tre dati: valori mensili ottenuti come media di dati giornalieri; la componente del margine disponibile è ponderata per un coefficiente inferiore all'unità (cfr. glossario in appendice).

di liquidità delle banche si ottiene da un indicatore che tenga conto del livello medio di questa variabile nel corso del mese, dell'indebitamento medio delle aziende di credito verso la Banca centrale e del diverso grado di liquidità delle varie componenti delle riserve libere (fig. I 5).

Tale indicatore è costituito dalla liquidità mensile, ottenuta come media dei dati giornalieri, al netto delle anticipazioni a scadenza fissa e del risconto; la parte di liquidità detenuta sotto forma di margine disponibile è stata ponderata con un coefficiente inferiore all'unità, direttamente correlato al differenziale tra il tasso interbancario e quello delle anticipazioni ordinarie. L'ipotesi sottostante a questa ponderazione è che il costo alternativo di detenere margine disponibile sia inferiore a quello dei depositi liberi presso la Banca d'Italia e sia tanto piú piccolo quanto minore è la differenza fra il mancato guadagno derivante dal non investire questi fondi sul mercato monetario e il costo che la banca sostiene in termini di interesse sul debito.

Nei primi quattro mesi dell'anno, la stretta creditizia posta in essere dalle autorità monetarie dopo la crisi valutaria di gennaio ha raggiunto la massima intensità; è risultata determinante la riduzione del margine disponibile sul rifinanziamento dei crediti all'esportazione che ha sottratto disponibilità liquide alle banche per 1.025 miliardi.

Tav. I 14

UTILIZZO DI BASE MONETARIA: AZIENDE DI CREDITO

(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consistenze a fine 1976	Variazioni						
		1974	1975	1976				
				Anno	Trimestri			
					I	II	III	IV
AZIENDE DI CREDITO	**19.632,8**	**2.062,6**	**2.758,6**	**3.298,4**	**697,0**	**275,3**	**−111,4**	**2.437,5**
Riserva obbligatoria . .	**17.140,2**	**1.494,2**	**1.633,7**	**4.414,8**	**2.165,4**	**385,1**	**413,3**	**1.451,0**
Liquidità	**2.492,6**	**568,4**	**1.124,9**	**−1.116,4**	**−1.468,4**	**−109,8**	**−524,7**	**986,5**
cassa contante	703,2	−10,7	13,7	28,4	−157,9	115,0	−81,1	152,4
dep. disp. c/o BI-UIC .	292,9	281,1	−174,4	−144,3	−74,2	−48,4	−180,0	158,3
margine disponibile . .	1.339,1	278,5	267,5	33,1	−162,7	−195,2	−261,9	652,9
rifinanz. all'esport. (1)	—	—	1.025,5	−1.025,5	−1.025,5	—	—	—
altri crediti	128,6	21,3	−4,3	32,1	−12,3	29,0	−11,0	26,4
valute convertibili . . .	28,8	−1,8	−3,1	−40,2	−35,8	−10,2	9,3	−3,5
Liquidità:								
consistenze medie (2)		*1.463,1*	*2.348,8*	*2.497,4*	*2.703,0*	*2.044,7*	*2.568,3*	*2.673,7*

(1) Margine disponibile. — (2) Medie di dati giornalieri.

Nel secondo trimestre la liquidità è stata mantenuta a un livello ancora basso e le banche, che nei mesi precedenti avevano venduto BOT, hanno fatto ampio ricorso alle anticipazioni a scadenza fissa; da qui l'ulteriore diminuzione della liquidità netta. A partire dal mese di luglio, in concomitanza col miglioramento dei conti con l'estero, le riserve libere sono andate progressivamente crescendo, pur mantenendosi su valori molto bassi rispetto a quelli del 1975. Questo andamento, se si eccettua il mese di ottobre quando la stretta creditizia è stata inasprita per fronteggiare la nuova crisi valutaria, è proseguito fino alla fine dell'anno e si è riflesso in una diminuzione del tasso interbancario e nella maggiore sottoscrizione di BOT da parte delle aziende di credito. Nel mese di dicembre, quando piú forte è l'azione dei fattori stagionali, l'aumento della liquidità è stato contenuto nell'ordine di 430 miliardi contro 1.143 (dati di fine mese) nel corrispondente periodo dell'anno precedente; a ciò hanno contribuito in modo determinante le operazioni di mercato aperto attraverso le quali si sono collocati presso le banche 669 miliardi di BOT.

(L) L'attività delle aziende di credito

Andamento generale.

Nel 1976 l'attività bancaria è stata caratterizzata da un lato da una crescita molto forte della domanda di prestiti, determinata principalmente dalla ripresa dell'attività produttiva, e dall'altro dai numerosi interventi restrittivi, anche a carattere straordinario, posti in essere dall'autorità monetaria. Sottoposte a questo duplice ordine di pressioni, le aziende di credito hanno operato in modo da assicurare alle imprese i finanziamenti necessari alla ripresa produttiva, e hanno raggiunto un equilibrio nei mercati del credito e dei depositi con un aumento ampio e quanto mai rapido dei tassi d'interesse e con importanti mutamenti nella composizione dei flussi di credito bancario.

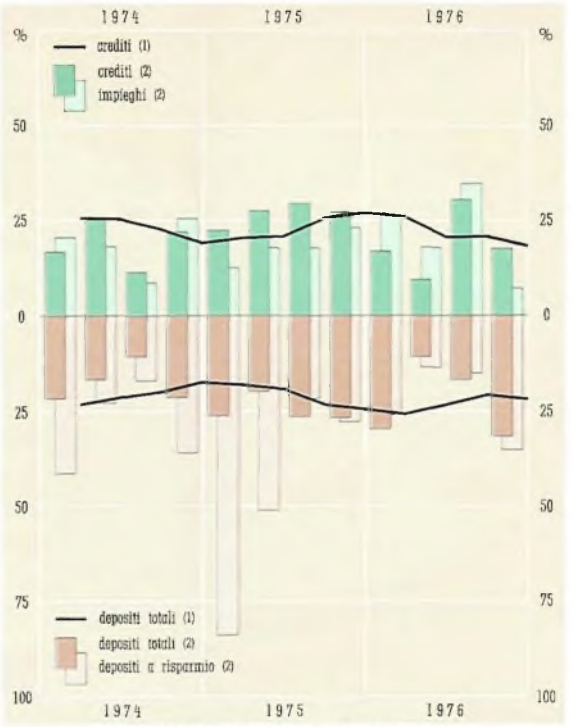
La base monetaria in possesso delle aziende di credito, corretta per tener conto delle variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria, è aumentata solo del 10,5 per cento, mentre i depositi sono cresciuti del 22,0 per cento e i crediti del 19,6. Nonostante la contrazione determinata dal massimale negli ultimi due mesi dell'anno, gli impieghi sono aumentati del 22,0 per cento, mentre il portafoglio di titoli a lungo termine e quello di BOT si sono accresciuti rispettivamente del 17,0 e del 9,5 per cento. Nell'anno i tassi bancari attivi sono saliti di sette punti circa e quelli passivi di quattro. A un 1975 di tassi calanti, di forte accumulazione di riserve bancarie libere e di spostamento del credito bancario dagli impieghi ai titoli, è cosí seguíto un anno di rinnovata importanza delle operazioni di prestito, di piú attivo utilizzo della base monetaria e di rapida ascesa dei tassi (tav. L 1 e fig. L 1).

A differenza della precedente espansione del reddito iniziata nel 1973, la rapida crescita dell'attività produttiva nel 1976 ha incontrato già in una prima fase tassi d'interesse elevati e rapidamente crescenti e, piú in generale, una politica monetaria non permissiva. Per le imprese ciò ha avuto l'importante effetto di provocare una piú intensa e immediata economia di capitale circolante, che si è palesata, tra l'altro, nel rapido ritorno del rapporto tra impieghi bancari e valore della produzione ai livelli minimi del 1974 (fig. L 3); esse hanno contenuto gli investimenti in scorte a livelli inferiori a quelli toccati nel 1973 (fig. D 2), cosí come particolarmente basso è stato il rapporto tra le loro attività liquide e

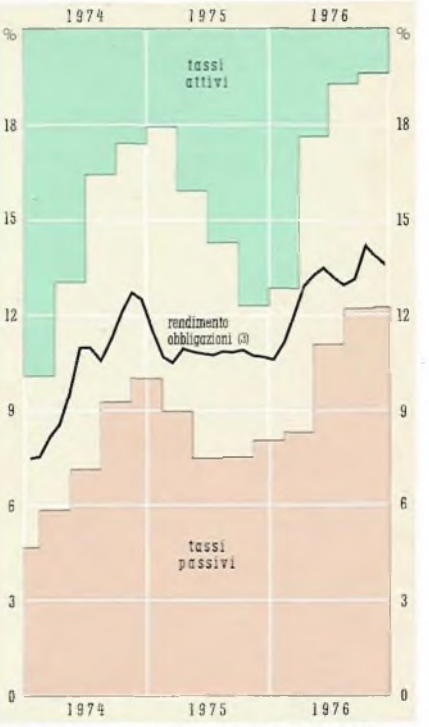
AZIENDE DI CREDITO: VOCI PATRIMONIALI E TASSI D'INTERESSE

CREDITI E DEPOSITI BANCARI

(variazioni percentuali, dati destagionalizzati)

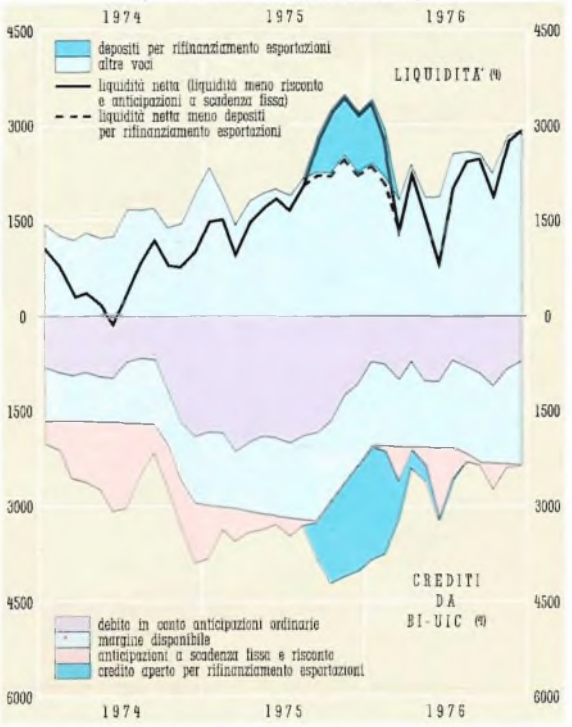


TASSI BANCARI ATTIVI E PASSIVI, RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI

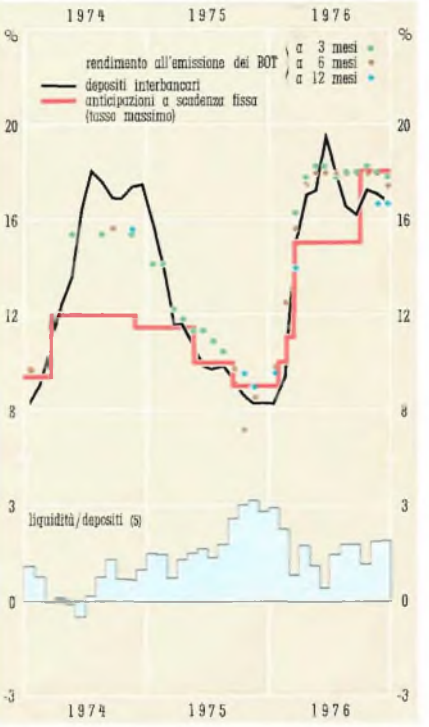


LIQUIDITA' E CREDITI DA BI-UIC

(consistenze in miliardi di lire)



TASSI DI MERCATO MONETARIO



(1) Variazioni percentuali dei 12 mesi terminanti alla fine del trimestre di riferimento. – (2) Variazioni percentuali trimestrali rapportate ad anno. – (3) Rendimento medio nel mercato secondario delle obbligazioni degli istituti di credito mobiliare. – (4) Medie mensili di dati giornalieri. – (5) Rapporto fra la liquidità media netta ponderata (v. nota metodologica alla tav. I 13, in Appendice) e i depositi calcolati come media di dati di fine mese.

Tav. L 1

ATTIVITA' DELLE AZIENDE DI CREDITO: INDICATORI

Voci	1972 (1)	1973 (1)	1974 (2)	1975	1976 Anno	1976 Trimestri (3) I	II	III	IV
QUOZIENTI FINANZIARI (4)									
Credito bancario / Riserve bancarie (5) . .	4,7	5,2	5,5	5,6	**5,8**	5,7	5,7	5,8	5,9
Liquidità / Depositi (6)	4,2	2,6	2,1	2,5	**1,8**	2,2	1,8	1,7	1,8
INCREMENTI PERCENTUALI (7)									
Riserve bancarie (5) . .	13,3	18,5	19,4	25,5	**10,5**	1,1	12,9	6,5	29,4
Depositi	18,2	24,1	16,8	25,0	**22,0**	29,7	11,0	16,9	31,4
Crediti	19,5	25,0	18,6	24,4	**19,6**	16,2	9,0	32,0	18,1
Impieghi (8)	18,1	19,4	16,3	17,7	**22,0**	26,8	18,1	34,6	7,2
BOT	11,0	−12,9	208,4	198,9	**9,5**	−76,3	−69,5	376,6	299,2
Titoli a lunga (8) .	23,8	40,8	16,8	22,5	**17,0**	32,4	9,9	7,0	14,6
RAPPORTI COL PRODOTTO INTERNO LORDO (4) (9)									
Credito bancario (6) . .	68,0	69,3	70,6	77,1	**74,7**	77,9	73,9	74,3	73,2
Impieghi (6)	47,5	48,2	46,6	48,1	**47,4**	48,3	46,7	47,8	46,6

(1) La liquidità, i depositi e gli impieghi sono depurati dei movimenti accidentali di fine 1972. – (2) Gli impieghi, i BOT e i titoli a lunga sono corretti delle discontinuità connesse con l'introduzione delle statistiche bancarie a gennaio del 1974. – (3) I dati trimestrali sono depurati dei fattori stagionali. – (4) Rapporti tra valori medi del periodo. – (5) Le riserve bancarie totali (liquidità e riserva obbligatoria) sono corrette per le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria. – (6) Rapporti percentuali. – (7) I tassi d'incremento trimestrali sono calcolati come variazioni percentuali rapportate ad anno di medie mobili a tre dati. – (8) Le operazioni di consolidamento dei debiti degli ospedali e degli enti territoriali verso le aziende di credito sono comprese tra gli impieghi e non tra i titoli a lunga. – (9) Il prodotto interno lordo trimestrale è rapportato ad anno.

i prestiti ottenuti dalle aziende di credito (fig. O 6). A queste indicazioni, che sono rafforzate dalla disponibilità relativamente scarsa di credito a medio e a lungo termine, non si sono accompagnati tuttavia i segni di razionamento del credito a breve che avevano contraddistinto precedenti congiunture di restrizione: al contrario, del flusso degli impieghi bancari a favore delle imprese, la quota destinata a quelle di dimensioni piú piccole, che solitamente diminuisce quando vi è razionamento, è stata maggiore di quella osservata nel 1975 e piú elevata di quella calcolata sulla esposizione complessiva delle imprese all'inizio dell'anno (tav. L 2).

Tav. L 2

IMPIEGHI PER CATEGORIE DI IMPRESE E PER DIMENSIONI

(composizioni percentuali)

Voci	Consistenze a fine 1976	1973		1974		1975		1976	
		Variazioni semestrali							
		I	II	I	II	I	II	I	II
	categorie di imprese								
Principali imprese . .	45,7	19,3	9,3	38,0	68,3	143,4	39,2	34,7	36,5
Rimanenti imprese . .	54,3	80,7	90,7	62,0	31,7	–43,4	60,8	65,3	63,5
	classi di grandezza dei fidi (1)								
Inferiori a 500 milioni	21,2	25,3	29,6	10,0	0,2	11,3	20,2	18,7	25,8
Tra 0,5 e 20 miliardi .	37,1	39,3	55,4	51,4	22,0	–58,6	30,3	48,3	24,4
Oltre 20 miliardi . . .	41,7	35,4	15,0	38,6	77,8	147,3	49,5	33,0	49,8
TOTALE . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Esposizione verso l'intero sistema bancario. Sono inclusi tutti i prestiti alla clientela ordinaria e i finanziamenti intercreditizi.

Pur nella relativa esiguità dell'afflusso di base monetaria disponibile per l'espansione del credito bancario, le aziende di credito hanno contribuito a rendere possibile l'espansione produttiva sfruttando al massimo gli elementi di flessibilità che la politica seguíta dalle autorità monetarie lasciava al sistema dei tassi e alla composizione dei bilanci. Piú che nei margini di liquidità esistenti all'inizio dell'anno, i quali, oltre a essere di recente formazione e solo parzialmente disponibili, venivano completamente riassorbiti già in febbraio da interventi delle autorità monetarie, le aziende di credito trovavano agio per l'espansione del credito all'economia nell'ampio smobilizzo di buoni ordinari del Tesoro, nella raccolta di fondi all'estero, che non implica assorbimento di base monetaria per riserva obbligatoria, e nella ridotta incidenza del vincolo di portafoglio (tav. L 3).

Nel complesso dell'anno il vincolo di portafoglio ha indotto le aziende di credito a destinare all'investimento obbligazionario il 25,2 per cento dei depositi raccolti; per effetto dell'aumentato divario tra valore nominale e prezzo di emissione dei titoli obbligazionari emessi nel 1976 questa percentuale è stata inferiore a quella di ogni altro anno nel quale l'obbligo è stato in vigore, e ha lasciato uno spazio piú ampio che in passato alla crescita delle altre componenti del credito bancario.

Parte della domanda di fondi, d'altronde, è stata soddisfatta con la concessione di prestiti in valuta, esenti dal massimale, la cui domanda era stimolata anche dall'obbligo del finanziamento in valuta per gli operatori che concedono crediti commerciali all'estero; a ciò si accompagnava l'ampia dilatazione della raccolta netta di fondi all'estero.

Il piú importante elemento di flessibilità operativa il sistema bancario lo ha tratto dalla continua disponibilità di un importante portafoglio di BOT prossimi alla scadenza, il cui mancato rinnovo ha procurato in tempi brevi ingenti fondi utili per l'espansione degli impieghi. Questa condizione ha permesso alle aziende di credito di riorientare rapidamente i flussi di credito bancario anche in condizioni di scarsa liquidità: i BOT in portafoglio, che nel gennaio 1976 ammontavano a 7.270 miliardi, si sono ridotti a 3.542 in giugno; sono risaliti poi nel gennaio 1977 a un valore di 9.225 miliardi, pari a circa due terzi dell'espansione degli impieghi in un anno.

La stessa manovra dei tassi del rifinanziamento presso la Banca centrale ha spinto le aziende di credito a una gestione piú economica delle riserve di liquidità. Per il livello eccezionalmente elevato del tasso applicato, che in ottobre giungeva a un massimo del 18 per cento, e per il fatto, nuovo in un anno di scarsa liquidità, che detto tasso sia stato a lungo uguale o superiore a quello del mercato monetario, le aziende di credito sono state indotte a ricorrere all'anticipazione a scadenza fissa, sia pure nella misura concessa dalla Banca d'Italia, solo nei momenti di massima intensità della stretta e per periodi piú brevi di quelli registrati in analoghe fasi cicliche, come a un credito di emergenza volto a sanare situazioni particolari e assolutamente temporanee. L'elevatezza dei tassi di rifinanziamento ha ridotto per le aziende anche la convenienza ad avvalersi del conto di anticipazione ordinaria come mezzo di provvista stabile.

La capacità mostrata dal sistema bancario di soddisfare un'ampia domanda di prestiti agendo prevalentemente sulla composizione del credito e sui tassi d'interesse, in condizioni di liquidità non abbondante, trova espressione sintetica nell'andamento del rapporto tra il volume effettivo dei depositi e quello massimo potenzialmente consentito dalla base monetaria esistente, rappresentato dai depositi che, tenuto conto dei tempi medi osservati per il processo di moltiplicazione, si formerebbero se la liquidità tendesse a zero in equilibrio. Il rapporto, che aveva avuto in passato ampie escursioni connesse con l'andamento dei tassi d'interesse, manifestando cosí il formarsi di abbondanti riserve di base mone-

Tav. L 3

SITUAZIONE DEI CONTI DELLE AZIENDE DI CREDITO (*)

(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consistenze a fine 1976	Variazioni						
		1974	1975			1976		
		Anno	Semestri		Anno	Semestri		Anno
			I	II		I	II	
ATTIVO								
Riserve bancarie (1)	**18.932,8**	**2.062,6**	**−3,1**	**2.761,7**	**2.758,6**	**972,3**	**2.326,1**	**3.298,4**
Liquidità	2.308,0	568,4	−881,1	2.006,0	1.124,9	−1.578,2	461,8	−1.116,4
Riserva obbligatoria e cauzione assegni	16.624,4	1.494,2	878,0	755,7	1.633,7	2.550,5	1.864,3	4.414,8
Crediti (2)	**118.433,4**	**12.774,4**	**8.445,2**	**11.492,7**	**19.937,9**	**4.997,6**	**14.716,1**	**19.713,7**
Impieghi (3)	72.694,4	7.305,4	2.211,6	6.848,3	9.059,9	4.950,2	8.519,8	13.470,0
di cui: in valuta	*3.059,5*	*−300,7*	*696,4*	*−1.113,6*	*−417,2*	*838,3*	*1.338,2*	*2.176,5*
BOT (4)	7.471,9	1.597,0	2.887,7	1.652,3	4.540,0	−3.281,2	3.930,3	649,1
Titoli a lungo termine (5)	38.267,1	3.872,0	3.345,9	2.992,1	6.338,0	3.328,6	2.266,0	5.594,6
Azioni e partecipazioni	**1.328,9**	**79,1**	**142,5**	**77,4**	**219,9**	**87,5**	**209,9**	**297,4**
Conti intercreditizi	**24.792,1**	**4.063,2**	**355,0**	**5.219,0**	**5.574,0**	**−4.499,1**	**9.607,9**	**5.108,8**
Depositi cauzionali per conto di terzi (6)	2.162,5	....	−3,3	17,0	13,7	55,7	2.046,8	2.102,5
TOTALE	**165.649,3**	**18.979,3**	**8.936,3**	**19.567,8**	**28.504,1**	**1.614,0**	**28.906,8**	**30.520,8**
PASSIVO								
Depositi	**123.404.5**	**11.653,0**	**5.859,9**	**14.381,6**	**20.241,5**	**5.658,7**	**16.578,4**	**22.237,1**
A risparmio	60.254,3	7.525,0	8.515,6	6.483,2	14.998,8	2.924,9	8.249,7	11.174,6
In conto corrente	63.150,2	4.128,0	−2.655,7	7.898,4	5.242,7	2.733,8	8.328,7	11.062,5
Altra raccolta	**1.463,8**	**−119,2**	**48,8**	**−194,7**	**−145,9**	**135,7**	**375,9**	**511,9**
Conti in valuta di residenti	454,1	−119,5	32,9	−141,0	−108,1	22,7	117,2	139,9
Fondi di terzi in amministrazione	1.009,7	0,3	15,9	−53,7	−37,8	113,0	258,7	371,7
Conti intercreditizi	**26.270,0**	**4.646,3**	**1.408,8**	**3.872,4**	**5.281,2**	**−4.945,5**	**10.211,4**	**5.265,9**
di cui: Depositi di istituti di credito speciale (7)	*4.959,5*	*−554,3*	*1.317,1*	*−614,1*	*703,0*	*642,3*	*−119,0*	*522,9*
Crediti da BI-UIC (1)	**2.344,6**	**1.362,7**	**−643,2**	**254,2**	**−389,0**	**−202,0**	**−1.275,0**	**−1.477,0**
Patrimonio	**5.095,3**	**835,2**	**922,1**	**493,9**	**1.416,0**	**731,7**	**249,4**	**981,1**
Posizione netta sull'estero (8)	**2.430,4**	**475,1**	**273,4**	**−629,7**	**−356,3**	**1.121,2**	**1.013,2**	**2.134,4**
Saldo altre voci	4.640,7	126,2	1.066,5	1.390,1	2.456,6	−885,8	1.753,5	867,7

(*) Le variazioni contenute in questa tavola sono calcolate in modo da offrire una valutazione dei flussi di fondi tra le aziende di credito e gli altri operatori e da coincidere con i dati delle corrispondenti tavole degli altri capitoli (tavv. I 2, M 1, N 1). Le consistenze di questa tavola e le cifre delle altre tavole statistiche relative alle aziende di credito non corrispondono perciò sempre alle variazioni qui riportate perchè sono ricavate direttamente dalle situazioni contabili delle aziende di credito o comunque da un campione omogeneo. Per una illustrazione dei problemi connessi alla riforma delle statistiche bancarie e dei criteri seguiti nella preparazione delle tavole si rinvia alla nota metodologica dell'Appendice.

(1) Le variazioni della liquidità, della riserva obbligatoria e dei crediti da BI-UIC non derivano dalle situazioni contabili delle aziende di credito, bensì sono ricavate dalla situazione consolidata della BI-UIC, che è la fonte statistica usata per le rilevazioni della base monetaria. – (2) Nelle colonne delle variazioni le operazioni di consolidamento dei debiti degli ospedali verso le aziende di credito sono classificate tra gli impieghi e non tra i titoli a lunga. – (3) I dati del 1974 sono calcolati al netto di una variazione, stimata in 1.400 miliardi, dovuta al mutamento delle statistiche. – (4) Al valore nominale. – (5) Gli incrementi dei titoli a lunga sono valutati in base all'andamento dei corsi durante l'anno. – (6) Dal maggio del 1976 la voce include i depositi previ sugli acquisti di valuta versati dalle aziende di credito con proprie disponibilità per conto dei clienti. – (7) Le variazioni sono tratte dai conti degli istituti di credito speciale. – (8) La posizione netta sull'estero delle aziende di credito, tratta dalle statistiche della bilancia dei pagamenti, non coincide con il saldo tra le attività e le passività verso l'estero per i diversi criteri di registrazione dei rapporti con i "non residenti" nelle statistiche bancarie e in quelle della bilancia dei pagamenti. La posizione netta include anche le valute convertibili che concorrono a formare la liquidità.

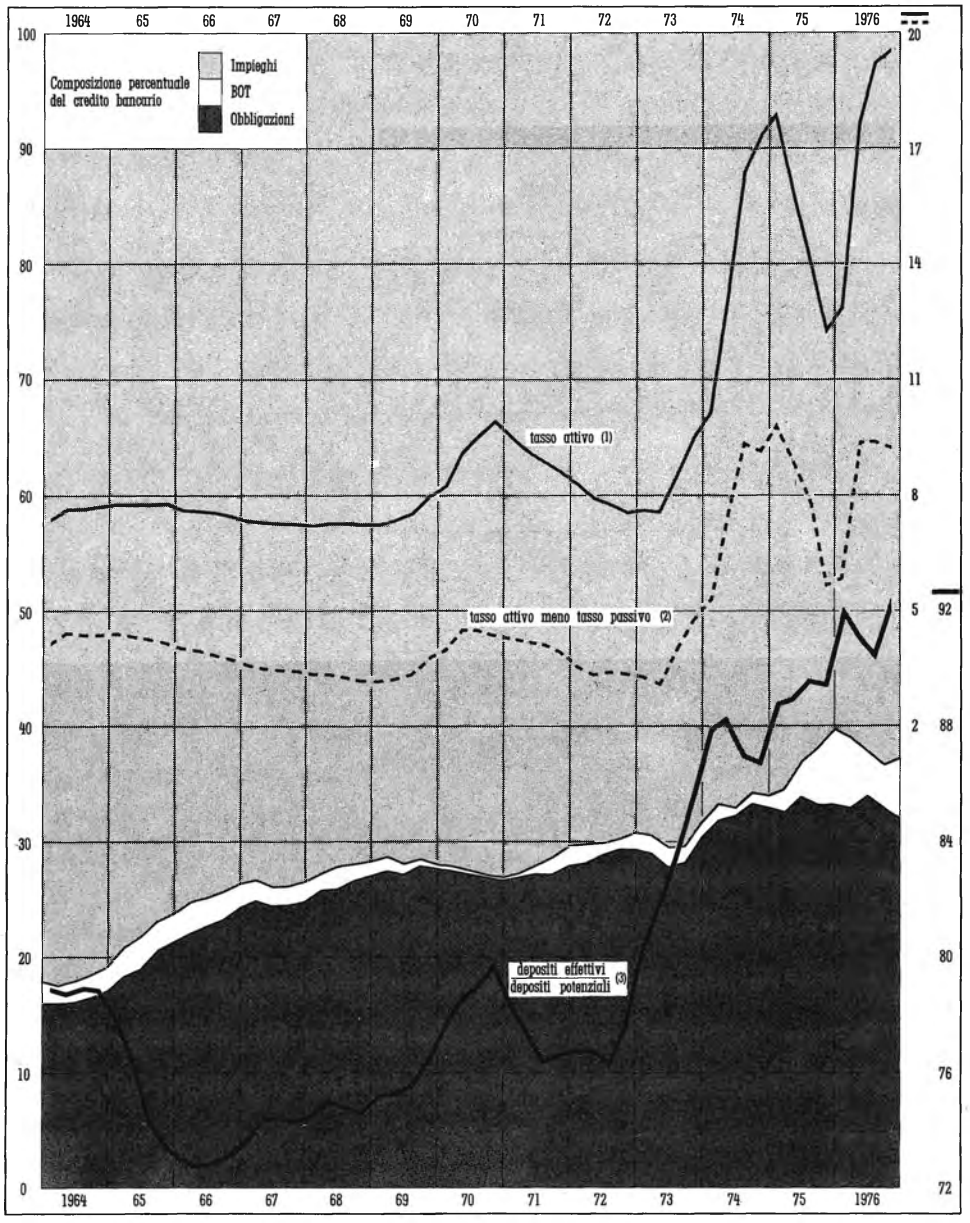
taria inutilizzata nelle fasi di recessione produttiva e di espansione monetaria, nel 1975 non ha seguíto la discesa dei tassi, avendo le aziende di credito investito in BOT le eccedenze di liquidità che tendevano a formarsi per il basso livello della domanda di credito proveniente dal sistema delle imprese. L'aumento del rapporto nel 1976 è stato perciò necessariamente modesto, nonostante l'ascesa dei tassi d'interesse: i suoi valori massimi sono stati raggiunti nel primo e nell'ultimo trimestre, mentre la sua flessione nella parte centrale dell'anno è attribuibile a un calo della domanda di depositi da parte del pubblico, dovuto in parte all'obbligo del deposito previo sugli acquisti di valuta (fig. L 2).

I mutamenti di composizione tra le forme degli impieghi, dei titoli a lungo termine e dei BOT trovano origine e riflesso in mutamenti della distribuzione del credito bancario tra diversi settori di attività economica. Per la prima volta dal 1973 la quota del flusso di credito bancario destinata al settore pubblico si è considerevolmente ridotta, passando dal 38,5 per cento nel 1975 al 14,8 per cento nel 1976; all'interno del settore privato sono state le imprese non finanziarie a beneficiare dei maggiori incrementi di credito e, tra queste, le imprese private di dimensioni minori. Il ricorso strutturalmente elevato del settore pubblico ai titoli a breve e a lungo termine per il soddisfacimento del proprio fabbisogno finanziario spiega la corrispondenza tra la distribuzione per settori e quella per forme tecniche del credito, ma anche nell'ambito degli impieghi, contrariamente a quanto avvenuto negli anni passati, la quota del settore pubblico è diminuita, soprattutto perché gli ospedali sono stati in maggior misura finanziati con trasferimenti da parte dello Stato; questo fenomeno è destinato ad accentuarsi con l'entrata in vigore della legge sulla finanza locale, che limita fortemente il ricorso al credito bancario di comuni e province e attribuisce alla Cassa DD. PP. il compito del loro finanziamento.

Il decreto legge n. 2 del 17 gennaio 1977, convertito con legge 17 marzo 1977, n. 62, come già illustrato nel capitolo sulla finanza pubblica, ha stabilito che la consistenza a fine dicembre 1976 dei crediti a breve termine del sistema bancario nei confronti dei comuni e delle province sia trasformata in mutui decennali della Cassa DD.PP. coperti mediante emissioni di cartelle. L'insieme dei crediti a breve del sistema bancario verso comuni e province a fine dicembre 1976 ammontava a 5.466 miliardi. Erano escluse dal computo degli importi da trasformare in mutui le anticipazioni accordate su mutui già concessi a copertura dei disavanzi economici dei bilanci comunali e provinciali, o su mutui in corso di perfezionamento per l'esecuzione di opere pubbliche.

E' rimasta aperta per i comuni e per le province la possibilità di accendere crediti a medio e a lungo termine con il sistema bancario, nonché anticipazioni di tesoreria per un importo non superiore ai 3/12 delle entrate tributarie ed extratributarie.

Fig. L 2



Depositi effettivi e potenziali, composizione del credito

(1) Tasso medio trimestrale sugli impieghi a breve termine di almeno 30 milioni di lire. — (2) Il tasso passivo è una media trimestrale dei tassi applicati sui conti di almeno 20 milioni di lire. — (3) Rapporto percentuale tra i depositi medi trimestrali effettivi e quelli massimi che si formerebbero se la liquidità bancaria tendesse a zero in equilibrio.

Il settore pubblico ha ottenuto una quota del credito bancario meno elevata che in passato, in ragione sia del piú generale fenomeno della sua diminuita incidenza sul fabbisogno complessivo di finanziamento, che è tipica di un anno di forte ripresa e che si è manifestata nella sensibile flessione della quota del credito totale interno ad esso destinata, sia delle particolari disposizioni e comportamenti con i quali ha trovato, al di fuori dell'intermediazione bancaria, accesso diretto al finanziamento del pubblico. La costituzione del deposito previo per complessivi 3.545 miliardi nell'anno ha rappresentato infatti un'alternativa al finanziamento bancario del settore pubblico, il quale ha anche offerto sui BOT interessi che hanno indotto operatori non bancari a destinare all'investimento in buoni fondi altrimenti tenuti nella forma del deposito bancario.

La flessibilità di cui il sistema bancario ha dato prova nel modificare la distribuzione dei flussi di credito tra diverse poste attive e tra diverse categorie di debitori ha permesso un notevole incremento degli utili netti, ma non ha potuto evitare alcuni effetti negativi sulla struttura del conto economico.

Il 1976 si è infatti caratterizzato per l'accentuata contrazione del margine lordo di intermediazione, cioè della differenza tra il ricavo medio percentuale percepito sui crediti e sulle altre poste attive fruttifere di interessi, e il costo sostenuto in media per la raccolta dei fondi. Questa riduzione, che si è osservata per la prima volta dopo molti anni di stabilità o di aumento, trova spiegazione nella presenza di ampie forme di investimento vincolato, rappresentate essenzialmente dalle riserve obbligatorie e dalle obbligazioni, i cui rendimenti rimangono costanti o si muovono con molta lentezza, a fronte di una raccolta quasi interamente di mercato monetario e perciò a tassi che si adeguano con sufficiente rapidità alle variazioni del ciclo. Ciò ha avuto un duplice ordine di conseguenze. Da un lato il rialzo dei tassi sulle operazioni di impiego è stato di entità inversamente proporzionale alla relativa esiguità della quota degli impieghi negli attivi bancari. Dall'altro, la pur contenuta lievitazione dei tassi di mercato ha fatto maturare sui titoli in portafoglio perdite di esercizio a cui il restringersi del margine lordo di intermediazione non ha sempre offerto spazio sufficiente per un ammortamento adeguato.

Crediti sull'interno.

Lo sviluppo del credito bancario erogato nelle diverse forme dei prestiti, dei titoli a lungo termine e dei BOT all'insieme dei settori pubblico e privato è stato nel 1976 meno elevato di quello registrato nel 1975 (19,6 contro 24,4 per cento), mentre è cresciuto piú che nell'anno precedente il credito all'economia (imprese e famiglie: 22,6 contro 19,0 per cento). E' stata infatti l'elevata domanda di fondi da parte delle imprese a dominare il processo di espansione del credito bancario, determinando, nel volgere dei trimestri, sia il forte aumento del moltiplicatore e le sue oscillazioni, sia i mutamenti di composizione degli attivi bancari (fig. L 2).

Nei primi tre mesi dell'anno la quota rappresentata dai buoni ordinari del Tesoro diminuiva in misura notevole mentre si accrescevano i prestiti e gli investimenti obbligazionari; questi ultimi avevano la massima incidenza proprio allora, perché il vincolo di portafoglio si applicava a una crescita dei depositi piuttosto sostenuta, anche per l'influenza dei fattori stagionali.

La composizione del credito non subiva modifiche sostanziali nel secondo trimestre: continuava la diminuzione dei BOT in portafoglio, ma si attenuava il ritmo di crescita dei titoli a lunga e degli impieghi. Il rallentamento di questi ultimi è in parte spiegato da una certa flessione della domanda di credito a breve, ma è accentuato nelle risultanze statistiche anche dai ritardi delle registrazioni contabili dovuti agli scioperi bancari del periodo.

Dopo la metà dell'anno gli impieghi riprendevano a espandersi a tassi crescenti, mentre le sottoscrizioni di titoli obbligazionari declinavano e le aziende di credito ritornavano gradualmente all'investimento in BOT. Le descritte variazioni delle quote del credito permettevano cosí agli impieghi di crescere tra dicembre 1975 e ottobre 1976 del 18,7 per cento, nonostante che i depositi aumentassero solo dell'11,2 per cento (rispettivamente 23,3 e 15,6 per cento, se si depurano i dati della componente stagionale); mentre alla fine del 1975 impieghi, BOT e titoli a lunga rappresentavano rispettivamente il 58,7, il 6,7 e il 32,4 per cento dei depositi complessivi, a ottobre 1976 gli impieghi erano saliti al 62,7 per cento, i BOT erano scesi al 4,8 per cento e la quota delle obbligazioni era pressoché rimasta invariata, mentre si era ridotta la liquidità detenuta.

La flessione dei prestiti bancari provocata dal massimale negli ultimi due mesi del 1976, oltre a rallentare la progressione dei crediti complessivi, ne mutava nuovamente la composizione: i BOT in portafoglio aumentavano di 2.031 miliardi e i titoli a lunga di 1.614, sicché a fine anno la quota dei titoli a breve e a lungo termine sui crediti totali risultava solo leggermente inferiore a quella di dodici mesi prima (1,4 punti percentuali, corrispondenti a 1.660 miliardi circa).

Cospicue sono le differenze tra il 1976 e il 1975 anche nella ripartizione del credito bancario per settori di destinazione. In corrispondenza col minore investimento in titoli a breve e a lungo termine, sceso da 7.148 a poco piú di 1.100 miliardi, l'afflusso netto di fondi dalle aziende di credito al settore pubblico e agli ospedali ha raggiunto un minimo con 1.146 miliardi, contro 6.812 nell'anno precedente e 3.230 nel 1974 (tav. L 4).

Tav. L 4

CREDITI E RACCOLTA DELLE AZIENDE DI CREDITO PER CATEGORIE DI CLIENTI

(variazioni in miliardi di lire)

Categorie di clienti	Impieghi (1)		Acquisto di titoli (2)		Raccolta (3)		SALDO (4)	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
Settore pubblico e ospedali .	**633**	**1.858**	**7.148**	**1.107**	**969**	**1.819**	**6.812**	**1.146**
Amministraz. centrale . .	55	1	5.217	780	120	330	5.152	451
Enti locali (5)	1.497	1.806	232	397	304	1.432	1.425	771
Aziende autonome	69	−57	1	−18	3	−27	67	−48
Istituti di previdenza . .	287	63	–	–	542	84	−255	−21
Ospedali (6)	−1.275	45	1.698	−52	....	....	423	−7
Imprese (7)	**6.521**	**11.094**	**743**	**930**	**6.343**	**5.822**	**921**	**6.202**
Pubbliche	2.092	2.575	722	930	1.260	187	1.554	3.318
Principali private	1.208	1.258	21	–	766	1.028	463	230
Rimanenti	3.221	7.261	–	–	4.317	4.607	−1.096	2.654
Famiglie (8)	**464**	**634**	**–**	**–**	**12.784**	**15.102**	**−12.320**	**−14.468**
TOTALE CLIENTELA ORDINARIA RESIDENTE .	**7.618**	**13.586**	**7.891**	**2.037**	**20.096**	**22.743**	**−4.587**	**−7.120**
Istituti di credito speciale . .	**20**	**−2**	**4.682**	**4.164**	**703**	**523**	**3.999**	**3.639**
TOTALE GENERALE . . .	**7.638**	**13.584**	**12.573**	**6.201**	**20.799**	**23.266**	**−588**	**−3.481**

(1) Sono inclusi il finanziamento ammassi obbligatori, i crediti in sofferenza e gli effetti propri insoluti e al protesto. – (2) Gli investimenti in titoli sono valutati in base ai corsi medi mensili; fanno eccezione i BOT, che sono calcolati al valore nominale. – (3) Include: depositi, conti in valuta e fondi di terzi in amministrazione. – (4) Crediti (impieghi e acquisti di titoli *meno* raccolta). – (5) Nell'acquisto di titoli sono incluse le cartelle della Cassa DD.PP. emesse per consolidare gli impieghi a favore dei comuni. – (6) Nell'acquisto di titoli sono inclusi i certificati del Tesoro emessi per consolidare i debiti bancari degli ospedali. – (7) I dati della raccolta sono stimati. – (8) Dati stimati.

Il settore delle imprese ha fortemente aumentato il proprio indebitamento bancario, accendendo prestiti e collocando obbligazioni per oltre 12.000 miliardi, dei quali 5.822 sono riaffluiti alle aziende di credito sotto forma di depositi (rispettivamente 7.264 e 6.343 miliardi nel 1975). La risultante trasmissione netta di fondi alle imprese è avvenuta quasi interamente a vantaggio delle imprese pubbliche e di quelle minori private.

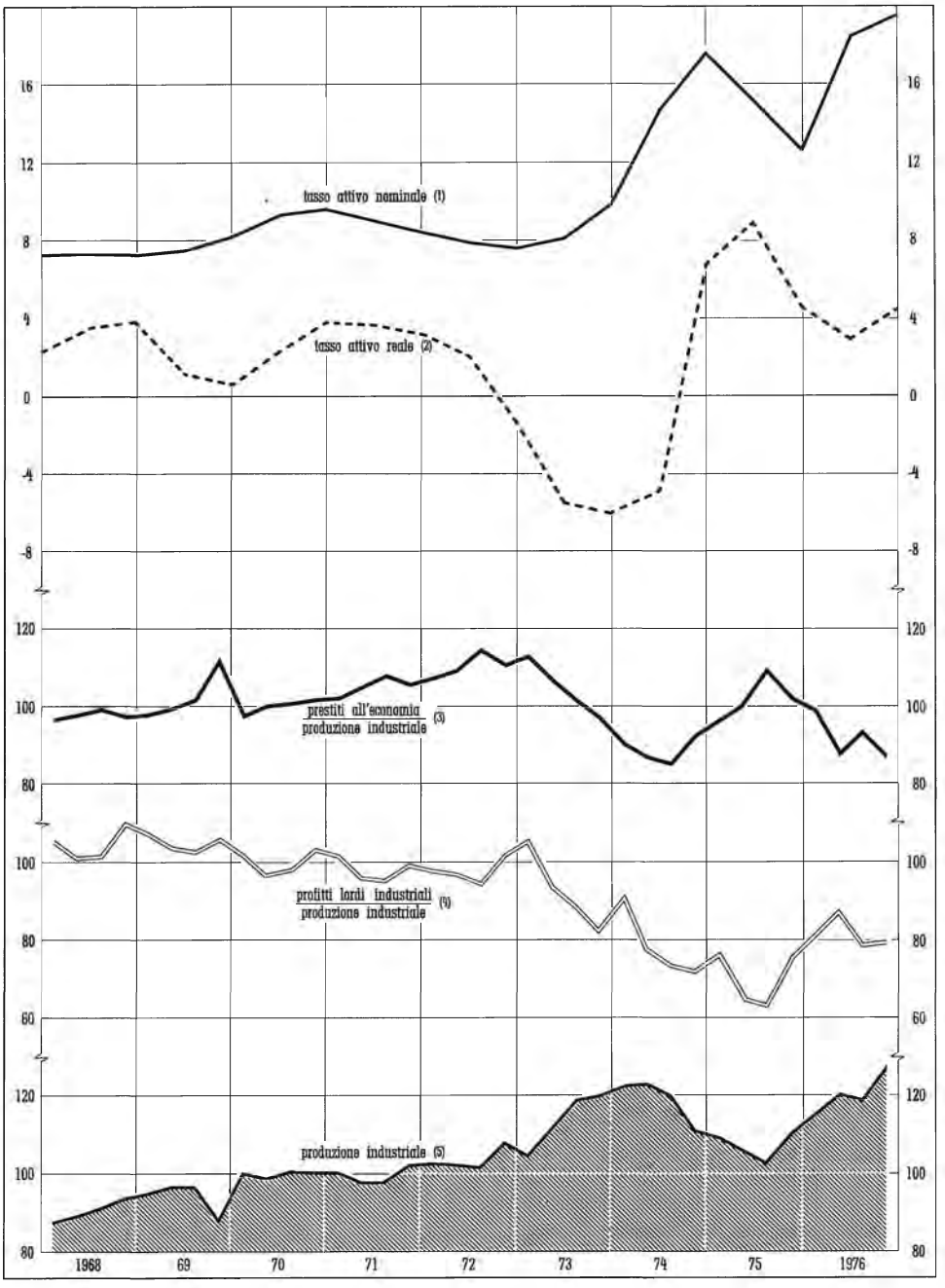
La variazione del saldo creditore delle famiglie ha superato di 7.120 miliardi quella dei saldi debitori del settore pubblico e delle imprese: la differenza è stata in parte destinata a finanziare il credito speciale per un importo leggermente inferiore a quello dell'anno precedente e per una quota elevata è stata assorbita dalle autorità monetarie con il forte aumento delle riserve obbligatorie e con i versamenti dei depositi previ effettuati dalle aziende di credito con proprie disponibilità.

Prestiti all'economia. — La domanda di prestiti delle imprese è stata stimolata, oltre che dall'accelerazione dell'attività economica e dall'accrescimento delle scorte, anche dalla riduzione delle erogazioni di credito speciale; nei mesi estivi la domanda era accresciuta anche dall'esigenza di finanziare il deposito previo. Il fabbisogno di credito bancario è stato invece ridotto dall'aumento dei profitti delle imprese, connesso con l'andamento relativo dei prezzi e dei costi unitari; in particolare la domanda di credito da parte delle grandi imprese è cresciuta nettamente meno di quella delle altre. Molto forte è stato invece il fabbisogno di credito delle imprese pubbliche, anche a causa del ritardo nell'adeguamento delle tariffe di alcuni servizi pubblici (fig. L 3 e tav. L 5).

La richiesta di credito, depressa per gran parte del 1975, si risollevava alla fine di quell'anno e accelerava ulteriormente nel primo trimestre del 1976, stimolata anche dalle buone aspettative di vendita: la domanda globale aveva infatti ripreso a crescere rapidamente alla fine del 1975 e contemporaneamente si era rimessa in moto l'accumulazione delle scorte. In questo inizio d'anno la crescita degli impieghi si concentrava nel mese di gennaio, quando si sviluppava la crisi valutaria; è probabile che molte imprese abbiano prelevato fondi anche a scopo precauzionale nel timore di possibili misure restrittive.

Nel secondo trimestre gli impieghi facevano registrare, anche per i ricordati ritardi di contabilizzazione, il minor tasso d'incremento del-

Fig. L 3



Prestiti bancari e attività industriale

(dati depurati della componente stagionale)

(1) Tasso sugli impieghi a breve termine all'inizio di ogni semestre. – (2) Tasso attivo al netto del tasso atteso di variazione dei prezzi al consumo per il semestre successivo (elaborazione delle risposte al "forum d'opinione" di Mondo Economico). – (3) Indice in base 1970=100. La produzione industriale è valutata a prezzi correnti. – (4) Indice in base 1970=100. I profitti lordi sono ottenuti deducendo dal valore aggiunto industriale i costi del lavoro del settore. – (5) Indice in base 1970=100 della produzione a prezzi costanti nelle industrie estrattive e manifatturiere.

Tav. L 5

IMPIEGHI PER CATEGORIE DI CLIENTI

(dati della Centrale dei rischi)

Categorie di clienti	Consistenze al 31-12-76 (miliardi di lire)	Variazioni percentuali					
		1975	1976				
			Anno	Trimestri			
				I	II	III	IV
Imprese industriali (1)	**35.866**	**18,51**	**22,69**	**5,76**	**3,93**	**7,44**	**3,88**
Pubbliche	6.409	45,65	27,46	4,75	6,63	8,55	5,13
Principali private	10.322	8,03	10,78	4,57	0,77	6,51	–1,29
Rimanenti	19.135	18,25	28,53	6,84	4,98	7,63	6,47
Imprese elettriche	**1.472**	**17,98**	**24,64**	**–1,44**	**–4,38**	**6,20**	**24,53**
Altre imprese	**16.413**	**21,25**	**26,77**	**8,36**	**4,48**	**6,22**	**5,40**
Pubbliche (2)	3.228	17,03	38,96	4,95	6,40	13,41	9,72
Principali private	3.540	18,58	7,69	9,19	0,05	1,89	–3,25
Rimanenti	9.645	23,91	31,45	9,08	5,88	5,85	7,52
TOTALE IMPRESE	**53.751**	**19,30**	**23,96**	**6,34**	**3,89**	**7,04**	**4,82**
Pubbliche	11.103	32,49	30,21	3,95	5,12	9,61	8,70
Principali private	13.862	10,60	9,98	5,77	0,57	5,27	–1,80
Rimanenti	28.786	20,08	29,49	7,57	5,28	7,03	6,82
SETTORE PUBBLICO E OSPEDALI	**10.893**	**7,53**	**20,56**	**2,49**	**2,13**	**6,75**	**7,88**
Enti locali	7.887	32,66	29,70	4,82	3,21	7,37	11,65
Aziende autonome	204	35,94	–21,84	–11,49	21,64	–15,30	–49,75
Istituti di previdenza	1.601	22,94	4,09	–4,55	1,84	3,81	3,16
Ospedali	963	–58,14	4,90	7,08	–7,73	0,22	5,94
Altri enti pubblici	238	30,22	0,42	–13,92	–3,92	–15,30	43,37
ISTITUZIONI SENZA FINI DI LUCRO E FAMIGLIE	**1.605**	**28,66**	**36,48**	**5,61**	**8,94**	**4,66**	**13,35**
TOTALE	**66.249**	**17,32**	**23,66**	**5,67**	**3,71**	**6,94**	**5,51**

(1) Escluse industrie elettriche. – (2) Esclusi ospedali e aziende autonome.

l'anno, nonostante i valori elevati della produzione industriale, delle scorte accumulate e dell'importazione di materie prime. In parte venivano utilizzate le attività finanziarie costituite dalle imprese nei mesi precedenti, ma agivano nel senso di ridurre il fabbisogno di fondi esterni anche il notevole aumento delle vendite e la riduzione dei costi unitari di produzione in rapporto ai prezzi; in particolare cadeva

la domanda delle grandi imprese private, che in quel trimestre non incrementavano quasi per nulla l'utilizzo delle proprie linee di credito.

Nel trimestre estivo si registrava una temporanea flessione della produzione, concentrata nel mese di agosto, ma, come già era avvenuto nel 1975, ciò non si rifletteva in una contemporanea diminuzione del fabbisogno di credito. I prestiti alle imprese in realtà aumentavano rapidamente, assecondati anche dal leggero attenuarsi delle tensioni sui mercati del credito; il maggior incremento si registrava in luglio, mese nel quale si accentravano il ricupero dei ritardi di contabilizzazione causati dagli scioperi bancari e l'addebitamento degli interessi, fortemente cresciuti nei mesi precedenti.

Negli ultimi due mesi dell'anno gli impieghi erano fortemente influenzati dai limiti di crescita mensili imposti dal provvedimento del 15 ottobre: tenuto conto dell'incidenza dei fattori stagionali, la loro consistenza segnava addirittura una diminuzione dello 0,8 per cento. In effetti, la contrazione di quelli soggetti a massimale era ancora piú netta, anche perché le aziende di credito mantenevano tale aggregato di oltre 1.100 miliardi al di sotto della misura consentita; ma a parziale compensazione agiva il rapido sviluppo dei prestiti esenti: rispetto alle consistenze di giugno, usate come base per il massimale, gli impieghi in valuta aumentavano di 1.339 miliardi, pari al 77,7 per cento, e quelli in lire di importo inferiore ai 100 milioni di 3.093 miliardi e del 20,5 per cento, mentre gli impieghi complessivi aumentavano del 13,2 per cento (tav. L 6).

Gli impieghi in valuta erano fortemente cresciuti già prima dell'introduzione dei massimali, per effetto di precedenti disposizioni. Il 18 marzo l'UIC aveva stabilito, su istruzioni del Ministro per il commercio con l'estero, che i regolamenti anticipati di importazioni fossero effettuati esclusivamente con valuta derivante da finanziamenti concessi da banche italiane. Una ulteriore spinta alla crescita degli impieghi in valuta è venuta dal provvedimento emanato dal Ministro per il commercio con l'estero il 7 maggio del 1976, in base al quale è stato disposto che i crediti commerciali concessi da esportatori con scadenza inferiore ai 120 giorni fossero finanziati per almeno il 30 per cento mediante prestiti in valuta erogati da banche italiane. Un successivo provvedimento del 30 settembre ha elevato la misura del finanziamento minimo in valuta a fronte dei crediti all'esportazione dal 30 al 50 per cento.

Il 15 ottobre la Banca d'Italia ha stabilito che l'insieme degli impieghi sull'interno erogati da ciascuna azienda di credito non potesse accrescersi, rispetto alla consistenza di fine giugno 1976, in misura superiore alle seguenti percentuali:

7 per cento a fine novembre 1976 — 10 per cento a fine gennaio 1977
11 per cento a fine dicembre 1976 — 11 per cento a fine febbraio 1977
11 per cento a fine marzo 1977

Venivano esclusi gli impieghi in valuta e quelli in lire erogati da ciascuna azienda di credito alla clientela ordinaria residente con posizioni debitorie inferiori ai 100 milioni e alle imprese finanziarie con posizioni inferiori ai 30 milioni.

Nel valutare l'andamento delle disponibilità effettivamente affluite alle imprese va anche ricordato che le aziende di credito potevano avvalersi della facoltà loro concessa di versare in nome proprio e per conto dei clienti il deposito previo sugli acquisti di valuta. Le somme a tale titolo versate dal sistema bancario raggiungevano a fine anno oltre 2.000 miliardi, sostituendo presumibilmente altrettanti impieghi ordinari, e la sostituzione si concentrava negli ultimi quattro mesi dell'anno.

Con il provvedimento del 29 marzo 1977 la Banca d'Italia ha rinnovato per il periodo tra il 1° aprile 1977 ed il 31 marzo 1978 le limitazioni all'accrescimento degli impieghi sull'interno delle aziende di credito. Le principali modifiche rispetto al provvedimento precedente riguardano l'esclusione degli impieghi a favore di comuni e province, ormai regolati dalla nuova legge sulla finanza locale, il cambiamento della periodicità delle scadenze — da mensile a bimestrale — la riduzione della quota degli impieghi esenti in lire ai soli prestiti inferiori ai 30 milioni, e il metodo di calcolo della base a cui riferire le percentuali di accrescimento consentite. In particolare è stato disposto che l'insieme degli impieghi in lire al di sopra dei 30 milioni non dovesse aumentare — rispetto alla media delle consistenze in essere alla fine dei mesi di marzo, aprile, maggio, giugno, luglio e settembre 1976 — in misura superiore alle seguenti percentuali:

12 per cento a fine maggio	1977	16 per cento a fine novembre	1977
14 per cento a fine luglio	1977	23 per cento a fine gennaio	1978
13 per cento a fine settembre	1977	25 per cento a fine marzo	1978

Tav. L 6

MASSIMALI SUGLI IMPIEGHI BANCARI

(provvedimento del 15 ottobre 1976)

Categorie di impieghi	Consistenze al 30 giugno 1976 (1)	Variazioni percentuali							
		1974	1975	1976	1977				
				I sem.	Variazioni rispetto al 30-6-1976				
					nov.	dic.	gen.	feb.	mar. (3)
Incremento massimo ammesso .					*7,0*	*11,0*	*10,0*	*11,0*	*11,0*
Impieghi soggetti a massimale (2)	47.455	23,2	18,2	8,3	4,8	8,6	10,4	9,8	11,2
Impieghi esenti	16.772	1,9	3,7	7,5	16,2	26,4	23,8	27,0	35,6
in valuta	1.721	26,2	–32,1	94,9	62,3	77,7	80,6	102,3	135,8
altri	15.051	–	7,2	2,2	11,0	20,5	17,3	18,4	21,9
TOTALE	64.227	16,3	10,3	8,1	7,7	13,2	13,9	14,3	17,1

Fonte: Centrale dei rischi per gli impieghi soggetti a massimale e Situazione dei conti delle aziende di credito per gli impieghi residui.

(1) Miliardi di lire. – (2) L'aggregato "impieghi soggetti a massimale" per i periodi precedenti quello di applicazione del provvedimento è parzialmente stimato. Le variazioni del 1974 sono state corrette per tener conto del salto di serie dovuto alla riforma delle statistiche bancarie. – (3) Dati provvisori.

L'effetto del massimale si nota soprattutto nel settore delle grandi imprese private: il loro utilizzo dei crediti accordati risulta a dicembre addirittura inferiore a quello di settembre, nonostante l'influenza dei

fattori stagionali. A questo proposito va considerato che, essendo fissata a quell'epoca a 100 milioni di lire la dimensione minima dei prestiti soggetti a massimale, queste imprese ricadevano nell'ambito di applicazione del provvedimento con circa il 93 per cento della loro esposizione bancaria, contro circa il 64 per cento per le imprese minori. Le imprese pubbliche, invece, nonostante che la dimensione media dei loro prestiti bancari sia molto elevata, accrescevano la quota sul totale dei prestiti anche nel quarto trimestre del 1976.

Investimenti in buoni ordinari del Tesoro. — Nel 1976 le aziende di credito hanno ridotto in misura notevole rispetto all'anno precedente gli investimenti netti in BOT, portandoli a 650 miliardi circa dai 4.540 miliardi del 1975. Come già sopra accennato, ciò è dipeso soprattutto dalla particolare situazione congiunturale nella prima parte dell'anno, nella quale un forte aumento della domanda di credito era accompagnato da un'azione di contenimento delle riserve bancarie: allora le aziende di credito si avvalevano delle ampie disponibilità di BOT in portafoglio per accogliere quasi interamente, ai tassi vigenti, le domande di fondi presentate dalle imprese, mantenendo nel contempo un grado di liquidità coerente con gli stessi tassi.

Tra dicembre e giugno le aziende di credito riducevano a quasi la metà la consistenza del portafoglio BOT. Dal mese di luglio gli acquisti di BOT riprendevano, in conseguenza anche del maggiore afflusso di base monetaria e dell'arresto dell'ascesa dei tassi di mercato monetario. Infine a dicembre la consistenza dei BOT tornava a superare gli elevati livelli di fine 1975, anche a causa della limitazione posta dai massimali alla crescita dei prestiti bancari.

I mutamenti nella composizione del credito che le operazioni in BOT hanno consentito al sistema bancario risultano di intensità e, in alcuni casi, di segno diverso se si considerano i singoli gruppi di aziende di credito.

Nel 1975 l'investimento in BOT era fortemente concentrato tra le banche di maggiori dimensioni e gli istituti di categoria: le prime detenevano in media circa il 61,5 per cento di tutti i buoni nel portafoglio delle aziende di credito, mentre i secondi coprivano un ulteriore 15,9 per cento. Per queste categorie di aziende, pertanto, il margine di manovra consentito dalla disponibilità di abbondanti riserve di liquidità secondaria sotto forma di titoli a breve era assai piú ampio

che per il resto del sistema. Mentre per il complesso delle aziende di credito il portafoglio BOT rappresentava nell'anno in media il 6,0 per cento del credito totale, per le cinque banche maggiori e per gli istituti di categoria la quota dei BOT era rispettivamente del 13,1 e del 15,0 per cento (tav. L 7).

Tav. L 7

QUOTE DI MERCATO E COMPOSIZIONE DEL CREDITO (1)

Gruppi di aziende	Impieghi			BOT			Titoli a lunga		
	1974	1975	1976	1974	1975	1976	1974	1975	1976
	QUOTE DI MERCATO								
Banche	73,8	74,2	73,6	91,1	83,0	86,7	53,5	55,4	57,5
5 maggiori	*30,4*	*29,2*	*26,8*	*59,3*	*61,5*	*57,6*	*19,1*	*19,7*	*19,9*
Altre	*43,4*	*45,0*	*46,8*	*31,8*	*21,5*	*29,1*	*34,4*	*35,7*	*37,6*
Casse di risparmio	21,8	20,4	21,0	4,2	1,1	4,8	38,7	38,4	35,3
Istituti di categoria	4,4	5,4	5,4	4,7	15,9	8,5	7,8	6,2	7,2
TOTALE SISTEMA	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	COMPOSIZIONE DEL CREDITO								
Banche	72,5	65,8	65,8	1,6	7,2	6,3	25,9	27,0	27,9
5 maggiori	*74,3*	*63,3*	*63,4*	*2,5*	*13,1*	*11,1*	*23,2*	*23,6*	*25,5*
Altre	*71,3*	*67,4*	*67,2*	*0,9*	*3,2*	*3,4*	*27,8*	*29,4*	*29,4*
Casse di risparmio	53,2	49,0	51,7	0,2	0,3	1,0	46,6	50,7	47,3
Istituti di categoria	52,8	52,0	54,1	1,0	15,0	6,9	46,2	33,0	39,0
TOTALE SISTEMA	66,0	60,6	61,6	1,4	6,0	5,0	32,6	33,4	33,4

(1) Rapporti percentuali tra medie annue di consistenze mensili.

La composizione media del credito nel 1976 risultava modificata per questi due gruppi di aziende in modo diverso che per le altre. In particolare diminuiva la quota dei BOT e aumentava quella dei titoli obbligazionari e degli impieghi, mentre per le restanti aziende di credito l'aumento della quota degli impieghi era associato a un aumento di quella dei buoni in portafoglio a svantaggio dei titoli a lunga. Pertanto a fine 1976 la concentrazione dei BOT nel portafoglio delle maggiori banche si attenuava, riducendosi da un valore medio del 61,5 per cento del 1975 a uno del 57,6 per cento. Le altre aziende di credito, e soprattutto quelle di media e piccola dimensione e le casse di risparmio, aumentavano in misura notevole la loro presenza nel mercato dei BOT. Il piú lento sviluppo delle banche di maggiori

dimensioni si manifestava peraltro anche nel mercato degli impieghi dove riducevano la loro quota media dal 29,2 per cento del 1975 al 26,8 per cento del 1976.

Investimenti obbligazionari. — Il portafoglio dei titoli obbligazionari, nella valutazione di bilancio delle aziende di credito, si è accresciuto nel 1976 di 5.445 miliardi pari al 16,6 per cento della consistenza di fine 1975.

L'aumento è stato inferiore di circa tredici punti percentuali a quello medio annualmente realizzato nel triennio 1973-75, successivo all'introduzione del vincolo di portafoglio, ed è basso anche se confrontato con quello degli anni precedenti; ciò è dipeso dalla riduzione dell'incidenza del vincolo di portafoglio e dalla diminuita convenienza degli investimenti obbligazionari. Il rendimento medio dei titoli a lunga, infatti, pur essendo aumentato di circa 3,2 punti nell'intervallo tra l'ultimo trimestre del 1975 e lo stesso periodo del 1976, è risultato insufficiente rispetto alla crescita del tasso sui BOT e di quello sugli impieghi, aumentati di 9,1 e di 7,4 punti.

Lo schema operativo del vincolo è rimasto inalterato rispetto al 1975, con investimenti riferiti al flusso dei depositi sfasati di un mese, e scadenze trimestrali. Anche l'aliquota media nominale è rimasta pressoché immutata rispetto a quella del 1975: il rapporto tra gli acquisti dovuti nell'anno, espressi in valori nominali, e il flusso dei depositi nello stesso periodo è salito dal 31,3 per cento del 1975 al 33,2 per cento del 1976 (tav. L 10). Ciò che ha fatto diminuire l'incidenza del vincolo è stato l'aumento dei rendimenti obbligazionari che, non essendo accompagnato da un aumento di eguale misura delle cedole dei titoli di nuova emissione, ha determinato una riduzione del rapporto tra valore di mercato e valore nominale. Se, infatti, si tiene conto dell'andamento dei corsi durante l'anno, risulta che il flusso dei fondi a lungo termine trasmesso dal sistema bancario agli altri operatori attraverso l'acquisto di obbligazioni è diminuito dal 31,3 al 25,2 per cento in rapporto al flusso annuale dei depositi (tav. L 8).

Il 24 dicembre del 1975 il Ministro del tesoro prorogava il vincolo di portafoglio per il primo semestre del 1976 mantenendo inalterata l'aliquota al 30 per cento. Veniva anche rinnovata l'imposizione di un minimo alla cedola dei titoli ammessi al soddisfacimento del vincolo, ma il valore era portato dal 7 all' 8 per cento. Per quanto riguarda la composizione del portafoglio veniva stabilito che una quota pari al 9 per cento dell'incremento dei depositi dovesse essere destinata all'acquisto di titoli emessi dagli istituti di credito fondiario e agrario.

Nella riunione del 4 giugno 1976, il CICR rinnovava per il secondo semestre 1976 il vincolo di portafoglio e, in considerazione dell'importanza dei fattori stagionali nella crescita dei depositi del secondo semestre, elevava l'aliquota dal 30 al 42 per cento; inoltre, aumentava dall'8 al 9 per cento la cedola minima. La quota minima degli investimenti in titoli emessi dagli istituti di credito fondiario e agrario era ridotta al 6,5 per cento, mentre veniva imposta una quota del 5 per cento per le cartelle della Cassa DD.PP. - Sezione autonoma di credito provinciale e comunale.

Per il primo semestre del 1977 le modalità del vincolo venivano fissate dal CICR nella riunione del 20 gennaio 1977. L'aliquota era nuovamente ridotta al 30 per cento e la cedola minima ulteriormente elevata dal 9 al 10 per cento. Per i titoli emessi dagli istituti di credito fondiario ed edilizio l'aliquota rimaneva del 6,5 per cento dell'incremento dei depositi, mentre non veniva rinnovata l'imposizione di un'aliquota minima per le cartelle della Cassa DD.PP. - Sezione autonoma di credito provinciale e comunale.

Tav. L 8

TITOLI A LUNGO TERMINE DELLE AZIENDE DI CREDITO (1)

(miliardi di lire)

Voci	1971	1972	1973	1974	1975	1976
VALORI NOMINALI al 31 dic. . . .	13.203,7	16.150,7	22.570,9	27.564,7	37.159,2	44.370,1
(variazioni percentuali)	*24,2*	*22,3*	*39,8*	*22,1*	*34,8*	*19,4*
VALORI DI BILANCIO al 31 dic. . . .	12.217,9	15.122,4	21.296,7	25.281,6	32.821,9	38.267,1
(variazioni percentuali)	*23,6*	*23,8*	*40,8*	*18,7*	*29,8*	*16,6*
Indice dei valori mobiliari (2)	*82,5*	*91,2*	*90,1*	*68,4*	*62,2*	*52,8*
FLUSSO DI FONDI NELL'ANNO (3)	2.326,5	2.904,4	6.171,3	3.872,0	6.338,0	5.594,6
Flusso rispetto all'incremento dei depositi	*32,3*	*27,8*	*53,2*	*33,2*	*31,3*	*25,2*

(1) Escluse le azioni. – (2) Obbligazioni degli istituti di credito mobiliare. – (3) Stimato in base all'andamento dei corsi nell'anno.

I minori investimenti obbligazionari del 1976 hanno fatto invertire la tendenza all'aumento della quota dei titoli sulla raccolta. Il rapporto tra la consistenza dei titoli nel portafoglio delle aziende di credito e quella dei depositi bancari è diminuito dal 32,4 nel 1975 al 31,0 per cento nel 1976, dopo aver avuto un aumento ininterrotto dal 1971. Questo risultato è il prodotto di andamenti difformi delle banche da un lato e delle casse di risparmio dall'altro; per le seconde, infatti, la diminuzione è stata assai piú pronunciata che per le prime.

Tra il 1973 e il 1975, per effetto del vincolo di portafoglio, la proporzione tra i titoli a lunga e i depositi è salita, sia per le banche, sia per le casse; essendo le aliquote del vincolo uguali per tutte le aziende, l'incremento è stato piú forte

per le banche, che avevano inizialmente obbligazioni in portafoglio per un ammontare nettamente inferiore, rispetto ai depositi, e che hanno quindi dovuto modificare piú delle casse il loro comportamento abituale in materia di investimenti obbligazionari. Nel 1976 l'aliquota effettiva del vincolo di portafoglio è scesa al disotto del rapporto tra la consistenza dei titoli a lunga e quella dei depositi esistente all'inizio dell'anno; ciò ha reso possibile la diminuzione del rapporto stesso, in una misura che è stata piú ampia per le casse di risparmio, il cui portafoglio obbligazionario è tuttora piú elevato, in rapporto ai depositi, di quello delle banche.

Anche nel 1976 è risultata pertanto confermata la tendenza all'uniformarsi della struttura del bilancio dei diversi tipi di aziende di credito per quanto riguarda la quota dei depositi investita in titoli obbligazionari. Nel giugno del 1976 questa risultava del 26,7 per cento superiore a quella del giugno 1973 per le casse di risparmio e dell' 82,4 per cento per le banche.

La dipendenza degli enti che emettono obbligazioni dall'attività di trasformazione di fondi a breve in finanziamenti a lunga esercitata dalle aziende di credito è aumentata nel 1976, nonostante che queste ultime abbiano ridotto i propri investimenti obbligazionari. Ciò è dipeso dalla accresciuta difficoltà di collocare titoli a lunga direttamente presso il pubblico, determinata a sua volta dalla minore convenienza a detenere obbligazioni rispetto soprattutto ai depositi e ai BOT. La quota dei titoli posseduti dalle aziende di credito sul totale dei titoli in circolazione è dunque aumentata, passando dal 53,4 per cento del 1975 al 56,2 per cento del 1976. Anche la parte degli impieghi degli istituti di credito speciale finanziata con titoli collocati nel portafoglio delle aziende è aumentata dal 51,6 al 55,6 per cento (tav. L 9).

Nella valutazione di bilancio delle aziende di credito, la quota dei titoli degli istituti di credito speciale nel portafoglio obbligazionario è aumentata, rispetto al 1975, dal 58,2 al 61,1 per cento. Ciò va attribuito in particolare ai maggiori acquisti di titoli immobiliari, che hanno superato in entrambi i semestri le percentuali minime prescritte dalle disposizioni amministrative. La proporzione dei titoli di Stato e delle obbligazioni per conto del Tesoro è invece diminuita rispetto al 1975, anno in cui era stata molto elevata soprattutto per effetto dei consolidamenti dei crediti verso gli enti locali e gli ospedali.

L'evoluzione degli investimenti obbligazionari del sistema bancario nel corso dell'anno rispecchia l'andamento della raccolta; in particolare, gli acquisti di titoli risultavano inferiori nei trimestri centrali

Tav. L 9

TITOLI A LUNGO TERMINE DELLE AZIENDE DI CREDITO: QUOZIENTI FINANZIARI (1)

Periodi	TOTALE		STATO E CREDIOP PER C/ TESORO	ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE	
	Quota sul totale in circolazione (2)	Quote sul totale dei depositi			Quote sugli impieghi degli istituti di credito speciale
1951-55	26,36	12,65	6,91	3,76	12,22
1956-60	26,33	13,68	7,94	4,06	12,07
1961-65	28,76	16,34	5,08	7,79	20,15
1966-70	36,94	24,66	8,54	10,37	25,82
1971-75	44,93	29,29	9,28	14,98	38,54
1971	38,67	25,87	9,76	11,03	26,82
1972	39,72	26,22	10,25	10,98	28,05
1973	43,61	30,74	9,62	15,93	39,01
1974	49,26	31,22	7,78	18,13	47,27
1975	53,37	32,44	9,00	18,87	51,59
1976	56,23	31,01	7,47	18,95	55,61

(1) Rapporti percentuali; sono compresi i titoli investiti a riserva obbligatoria e cauzione assegni ed escluse le azioni. – (2) Rapporto calcolato sui valori nominali.

dell'anno (tav. L 10). In termini percentuali, infatti, le variazioni trimestrali dei depositi nei mesi di riferimento del vincolo (su dati destagionalizzati) erano pari all'8,8 per cento a febbraio, al 3,6 per cento a maggio, al 3,5 per cento ad agosto, e al 5,0 per cento a novembre.

Gli effettivi acquisti erano poi influenzati, soprattutto a partire dal secondo trimestre, dal crescente divario tra valore di mercato e valore nominale delle obbligazioni. In particolare nel primo trimestre essi costituivano il 33,9 per cento del flusso trimestrale dei depositi terminante a febbraio se valutati ai valori nominali e il 27,7 per cento se valutati ai corsi di mercato. Nell'ultimo trimestre l'aumento dell'aliquota teorica dal 30 al 42 per cento faceva salire al 36,3 per cento l'aliquota effettiva ai valori nominali, mentre quella espressa in termini di valori di mercato scendeva al 27,0 per cento.

Infine, il vincolo di portafoglio risultava piú oneroso nella prima parte dell'anno per effetto della diversa influenza dei fattori di natura stagionale. In particolare, il riferimento al flusso trimestrale dei depositi sfasato di un mese faceva sí che il forte incremento dei depositi di

dicembre aggravasse l'incidenza del vincolo nella prima parte dell'anno; l'aumento delle aliquote dal 30 al 42 per cento nel secondo semestre solo in piccola parte attenuava l'influenza dei fattori stagionali.

Tav. L 10

AZIENDE DI CREDITO: VINCOLI DI PORTAFOGLIO (1)

(valori nominali; in miliardi di lire)

Data	Depositi	Investimenti in titoli (2)			Δ *Inv. effettivi* / Δ *Depositi*
		dovuti	effettivi (3)	eccedenza (3)	
1973 - 31 dicembre . .	69.273	3.482	4.192	710	*36,1*
1974 - 28 febbraio . . .	69.202	4.072	4.448	376	*-360,6*
30 aprile	71.351	4.648	4.976	328	*24,6*
30 giugno	72.609	5.224	5.433	209	*36,3*
31 agosto	73.375	5.659	5.910	251	*62,3*
31 ottobre . . .	74.963	6.072	6.563	491	*41,1*
31 dicembre . .	80.926	6.786	7.197	411	*10,6*
1975 - 31 marzo	83.453	9.386	9.769	383	*101,8*
30 giugno	86.786	10.628	11.458	830	*50,7*
30 settembre . .	91.729	11.937	12.774	837	*26,6*
31 dicembre . .	101.167	13.120	13.930	810	*12,2*
1976 - 31 marzo	105.148	15.984	16.710	726	*69,8*
30 giugno	106.833	17.055	17.771	716	*63,0*
30 settembre . .	110.484	18.017	18.977	960	*33,0*
31 dicembre . .	123.404	20.500	21.168	668	*17,0*
	Variazioni				
1976 - I trimestre	*3.981*	*2.864*	*2.780*	*-84*	
II trimestre	*1.685*	*1.071*	*1.061*	*-10*	
III trimestre	*3.651*	*962*	*1.206*	*244*	
IV trimestre	*12.920*	*2.483*	*2.191*	*-292*	

Δ = Variazioni rispetto alla data precedente (il primo rapporto è calcolato sulle variazioni rispetto al 31 dicembre 1972).

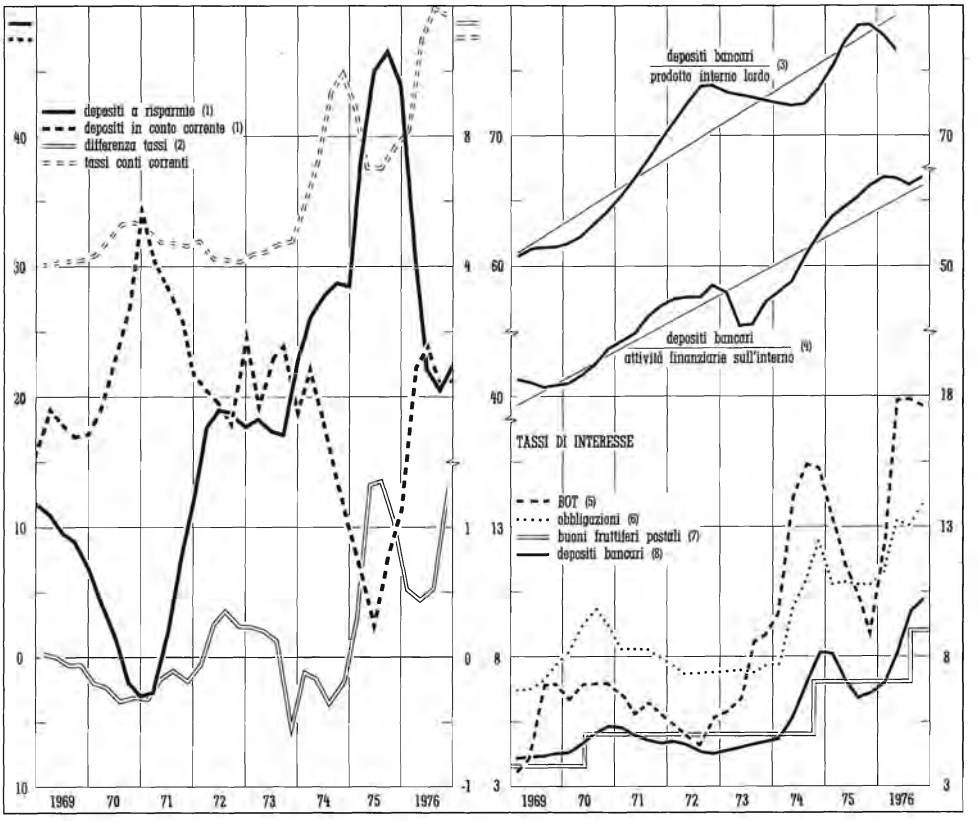
(1) Calcolati per il complesso delle aziende di credito soggette all'obbligo. – (2) Incrementi cumulati a partire dal 31 dicembre 1972. – (3) Titoli delle specie ammesse ai fini del soddisfacimento dell'obbligo.

Depositi di clienti.

Dopo lo sviluppo, senza precedenti, segnato nel 1975 (25,0 per cento), nel 1976 i depositi bancari sono cresciuti del 22,0 per cento e di 22.237 miliardi. Il moderato rallentamento della loro dinamica appare anche dalla discesa al di sotto della linea di tendenza del rapporto tra i depositi e il prodotto interno lordo; come nelle precedenti fasi

di restrizione creditizia del 1969-1970 e del 1974 (fig. L 4), esso è attribuibile alla condotta della politica monetaria nel corso dell'anno, che ha contenuto lo sviluppo dell'intermediazione bancaria.

Fig. L 4



Depositi bancari e tassi d'interesse

(1) Saggi percentuali annui d'incremento. – (2) Differenza fra i tassi d'interesse trimestrali sui depositi a risparmio e quelli sui depositi in conto corrente. – (3) Rapporto fra la consistenza media dei depositi bancari e il prodotto interno lordo per il periodo di 12 mesi centrato sul trimestre di riferimento. La consistenza dei depositi di fine 1972 è corretta dei movimenti accidentali. – (4) Rapporto tra dati medi trimestrali, al netto della componente stagionale. – (5) Media dei tassi annui posticipati di aggiudicazione alle aste mensili. – (6) Rendimento medio delle obbligazioni mobiliari. – (7) Rendimento dei buoni fruttiferi postali a 12 mesi. – (8) Rendimento dei depositi bancari a risparmio e in conto corrente.

Un impulso all'espansione dei depositi è invece provenuto dall'accresciuta propensione del pubblico verso le attività finanziarie liquide, determinata sia dall'aspettativa di perdite in conto capitale sui titoli a medio e a lungo termine, sia dal ridursi del differenziale di rendimento tra i titoli obbligazionari e i depositi; il rendimento dei primi è cresciuto in media di 3,2 punti percentuali tra l'ultimo trimestre del 1975 e il corrispondente periodo del 1976, mentre quello dei secondi è passato dall'8,0 al 12,2 per cento, benché gli accordi interbancari

succedutisi nei mesi di marzo e di aprile prevedessero aumenti di entità inferiore (figg. L 4 e L 5).

La crescita del rendimento dei depositi è stata anche tale da indurre il pubblico a detenere circolante in misura proporzionalmente inferiore all'anno precedente, e a stimolare la sostituzione dei depositi postali con quelli bancari; ma ha risentito della concorrenza proveniente dall'investimento in BOT: per la prima volta le preferenze del pubblico si sono orientate in modo rilevante verso questi titoli, la cui consistenza nel portafoglio degli investitori non istituzionali è salita da 209 a 1.622 miliardi. Il fenomeno trova spiegazione sia nei rendimenti corrisposti sui BOT che, passati nell'arco dell'anno dall'8,5 al 17,4 per cento per la scadenza dei sei mesi, sono stati superiori a quelli di ogni altra attività finanziaria disponibile sul mercato, sia nell'ampliamento del mercato monetario e nel piú attivo operare degli agenti di cambio e delle società finanziarie che hanno reso accessibile questa forma di investimento anche al pubblico.

L'andamento dei depositi nel corso dell'anno riflette le fasi della politica monetaria, e i ritardi con cui essa agisce sull'intermediazione bancaria. Nel primo trimestre il tasso di crescita dei depositi al netto della componente stagionale era del 6,9 per cento (del 30,6 per cento in ragione d'anno), valore ancora elevato che risentiva delle condizioni di liquidità abbondante in cui il sistema bancario aveva operato negli ultimi mesi del 1975. Nel secondo trimestre il tasso di crescita scendeva al valore, assai basso, del 2,2 per cento (9,1 per cento in ragione d'anno) in conseguenza dei provvedimenti restrittivi presi nel corso del primo trimestre e dell'introduzione, a maggio, del deposito previo sugli acquisti di valuta, che la clientela finanziava in parte riducendo i propri depositi. Nella seconda metà dell'anno, quando la tensione di liquidità si allentava e si aveva una maggiore creazione di base monetaria sia per il cessato accumulo del deposito sugli acquisti di valuta sia per il miglioramento dei conti con l'estero, i depositi tornavano a crescere a un ritmo piú sostenuto; nel mese di dicembre il tasso di incremento trimestrale raggiungeva il 7,5 per cento, valore superiore a quello registrato nel corrispondente mese dell'anno precedente.

L'aumento dei depositi si è distribuito in modo pressoché uniforme tra i conti correnti, che sono cresciuti di 11.062 miliardi e del 21,2 per cento, e i depositi a risparmio (11.175 miliardi pari al 22,8 per cento). Si è cosí mantenuta la composizione formatasi nell'anno precedente, quando il rapido sviluppo dei depositi a risparmio (44,0 per cento nel-

l'anno) era avvenuto soprattutto a spese di quelli in conto corrente (11,2 per cento). Il mutamento, prima, e la successiva stabilità della composizione della raccolta hanno origine essenzialmente nell'andamento dei tassi di interesse corrisposti sulle due forme di depositi: mentre nel 1975 i tassi sui conti correnti erano stati portati dalle aziende di credito sensibilmente al disotto di quelli sui depositi a risparmio, nel 1976 i rendimenti relativi non sono stati sostanzialmente alterati nel generale movimento al rialzo.

Le casse di risparmio hanno avuto nel 1976 una espansione della raccolta meno rapida di quella delle banche; in particolare, la perdita di quota di mercato si è concentrata nei depositi a risparmio (tav. L 11).

Tav. L 11

DEPOSITI DI CLIENTI DELLE AZIENDE DI CREDITO

(tassi percentuali annui di incremento)

Voci	1972	1973	1974	1975	1976
Depositi di clienti					
TOTALE GENERALE (1)	22,1	20,1	16,8	25,0	22,0
Totale banche	21,3	19,9	16,8	25,2	22,8
maggiori	19,1	17,5	12,4	17,8	17,8
grandi	22,8	17,9	21,8	28,0	26,1
altre	22,9	23,0	18,9	30,5	25,3
Totale casse	23,4	21,2	17,3	24,5	20,3
Conti correnti					
TOTALE GENERALE (1)	25,0	18,5	9,7	11,2	21,2
Totale banche	23,4	17,0	8,2	11,1	21,4
maggiori	19,8	13,3	4,4	3,7	15,7
grandi	23,9	17,1	14,3	11,2	32,1
altre	28,6	22,4	10,3	20,3	22,3
Totale casse	29,6	24,9	15,7	11,5	21,7
A risparmio					
TOTALE GENERALE (1)	17,6	22,8	28,3	44,0	22,8
Totale banche	17,2	25,9	33,9	47,8	24,4
maggiori	15,8	37,2	42,8	56,9	21,5
grandi	20,7	19,4	35,6	54,0	19,3
altre	16,5	23,8	29,4	41,3	27,9
Totale casse	18,3	17,9	18,8	36,4	19,2

(1) Compresi gli istituti di categoria.

Nell'ambito dell'aumento della partecipazione delle banche alla raccolta complessiva delle aziende di credito si è confermata la tendenza

a una crescita piú lenta dei depositi degli istituti di maggiori dimensioni (17,8 per cento contro il 25,5 per cento delle altre banche), nonostante i piú elevati costi unitari da essi sostenuti per la raccolta. Questo fenomeno, che si protrae dal 1971, è spiegato sia dal fatto che proprio la clientela delle banche maggiori è quella che ha aumentato gli investimenti in BOT, sia dal fatto che le suddette banche, di piú antico insediamento, operano proporzionalmente di piú nei centri storici delle città, dove minore è la crescita della popolazione e del reddito.

I depositi vincolati sono rimasti pressoché stazionari, facendo registrare un aumento complessivo di 426 miliardi (pari a 1,9 per cento contro il 26,5 per cento dell'anno precedente) che risulta da un debole incremento di quelli a risparmio (3,9 per cento) e da una riduzione di quelli in conto corrente; ciò è accaduto sia per effetto della concorrenza esercitata dai BOT, sia per l'accresciuta incertezza sull'andamento futuro dei tassi d'interesse; quest'ultima si è ripercossa anche sulla composizione dei depositi secondo la scadenza, che è variata nel corso dell'anno a favore dei depositi con vincolo inferiore ai 6 mesi, cresciuti del 16,2 per cento, e di quelli compresi tra i 6 e i 18 mesi (5,0 per cento), mentre si è registrata una forte riduzione per quelli con vincolo superiore.

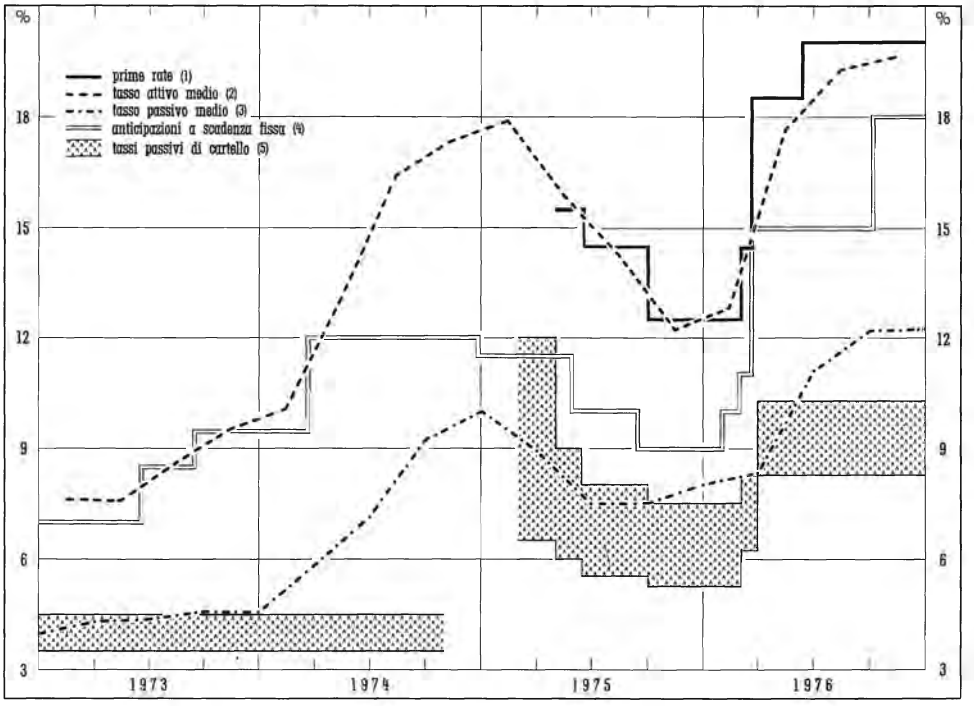
Tassi d'interesse bancari.

La rapidità dell'aumento dei tassi bancari attivi e passivi osservato nel 1976 non ha uguali nelle precedenti fasi di inflazione e di restrizione monetaria: i tassi attivi sono saliti da un valore medio di 12,3 nel quarto trimestre del 1975 a uno di 19,6 un anno dopo, mentre quelli passivi sono passati dall' 8,0 per cento di fine 1975 al 12,1 di fine 1976. Se, come già nel 1974, questi aumenti sono stati minori di quello del tasso di inflazione, a differenza di quell'anno, nel 1976 la lievitazione dei tassi si è quasi per intero concentrata nel breve arco di un trimestre, contribuendo alla sua rapidità sia l'ormai acquisita tempestività delle aziende di credito e dell'Associazione bancaria italiana nel reagire al variare della congiuntura monetaria, sia l'effetto di annuncio dei numerosi provvedimenti presi dall'autorità monetaria all'inizio dell'anno e in particolare le dimensioni senza precedenti assunte dalla manovra del tasso di sconto.

Nel mese di marzo, l'Associazione bancaria italiana aumentava il livello del *prime rate* raccomandato alle aziende di credito prima di due punti e poi, a distanza di due settimane, di altri quattro; un terzo aumento di un punto e mezzo veniva poi deciso a giugno. Le ripercussioni di questi aumenti sul livello generale dei tassi erano imme-

diate e nel secondo trimestre i tassi attivi medi registravano un aumento di circa cinque punti rispetto al trimestre precedente; un ulteriore aumento di un punto e mezzo si aveva nel corso del terzo trimestre mentre in quello successivo i tassi attivi tendevano a stabilizzarsi sugli elevati livelli raggiunti, in presenza di una forte domanda di prestiti per tutto il secondo semestre (fig. L 5). La lievitazione dei tassi passivi era quasi altrettanto rapida; ciò portava al superamento dei livelli previsti dagli accordi interbancari, nonostante che due ritocchi apportati a marzo e ad aprile avessero accresciuto di circa tre punti i limiti concordati.

Fig. L 5



Tassi d'interesse e accordi interbancari

(1) Tasso minimo raccomandato sui crediti in bianco utilizzati in conto corrente. — (2) Tasso medio su fidi di almeno 30 milioni di lire. — (3) Tasso medio sui depositi di almeno 20 milioni di lire. — (4) Tasso massimo. — (5) Divario tra il valore più alto e quello più basso dei tassi massimi previsti dall'Accordo interbancario.

L'osservazione dei tassi bancari pone anche in luce la diversità delle condizioni praticate dalle aziende di credito a differenti categorie di clienti, e i criteri seguíti nella determinazione dei rispettivi tassi attivi e passivi nelle diverse fasi congiunturali. Cosí, mentre nella fissazione dell'interesse sulle operazioni di impiego prevale la considerazione del rischio di insolvenza o di immobilizzo presentato dal cliente, in quella del tasso sui depositi sembrano prevalere il costo di ammini-

strazione del deposito e la posizione netta del cliente nei confronti dell'azienda di credito (tav. L 12).

Tav. L 12

TASSI D'INTERESSE BANCARI

Categorie di clienti	Medie annue			Valori trimestrali			
				1976			
	1973	1974	1975	I	II	III	IV
	TASSI ATTIVI (1)						
Totale clientela ordinaria	**8,3**	**14,2**	**15,1**	**17,3**	**12,8**	**17,6**	**19,3**	**19,6**
di cui: Amministrazione pubblica	9,2	14,0	16,1	18,5	14,5	18,9	20,2	20,5
Imprese non finanziarie .	8,3	14,3	15,0	17,3	12,3	17,6	19,2	19,6
Famiglie	9,1	15,1	16,2	18,4	14,2	18,6	20,3	20,6
	TASSI PASSIVI (2)						
Totale clientela ordinaria	**4,5**	**7,4**	**8,2**	**10,3**	**8,3**	**10,9**	**12,0**	**12,1**
di cui: Amministrazione pubblica	4,4	6,2	6,9	8,9	7,2	9,3	10,1	10,3
Imprese non finanziarie .	4,4	7,4	7,6	10,1	8,3	10,9	12,0	11,4
Famiglie	4,7	7,7	8,1	10,6	8,4	11,5	12,3	12,5

Fonte: Centrale dei rischi.

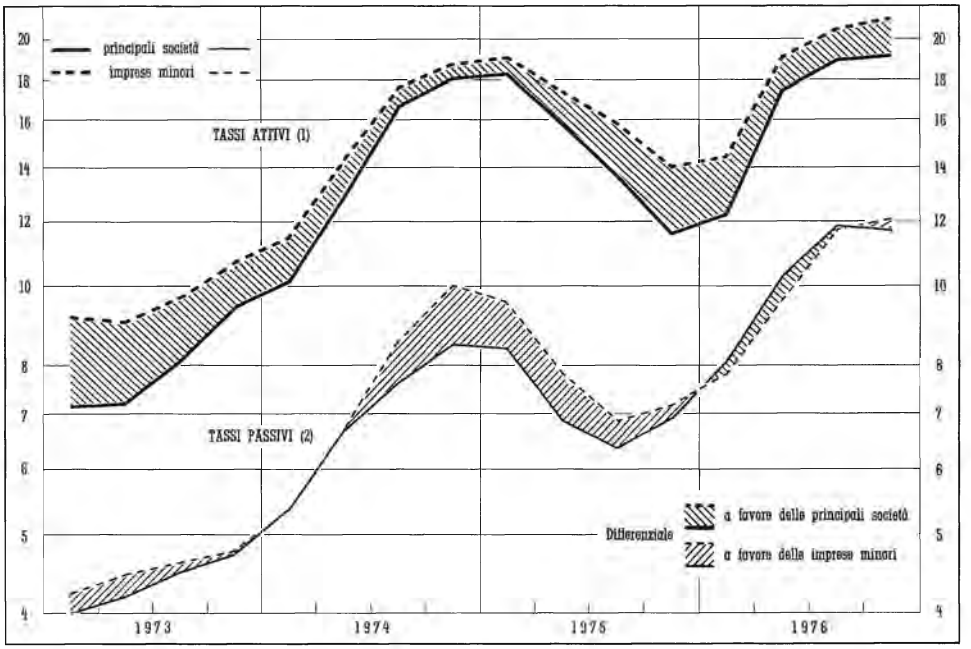
(1) Media dei tassi trimestrali sugli impieghi a breve termine di almeno 30 milioni di lire. — (2) Tassi in vigore a fine trimestre sui conti (depositi, conti in valuta e fondi di terzi in amministrazione) di almeno 20 milioni di lire.

Per quanto riguarda i tassi attivi si osserva che le aziende di credito applicano tassi in media piú elevati all'Amministrazione pubblica (amministrazione centrale, enti locali, istituti di previdenza) e alle famiglie rispetto alle imprese e, tra queste ultime, alle imprese piccole rispetto a quelle grandi. La distribuzione dei tassi subisce poi mutamenti nel corso delle diverse fasi congiunturali; in particolare le differenze tra categorie di clienti si accentuano nei periodi di liquidità piú abbondante, allorquando le banche estendono proporzionalmente di piú il credito ai clienti per i quali il rischio del mancato rimborso appare piú elevato; poiché questi clienti, ai quali le aziende di credito applicano i tassi piú elevati, sono concentrati tra le imprese minori, il tasso medio di queste ultime risulta aumentato dall'accresciuto peso dei prestiti rischiosi. Il fenomeno opposto avviene invece quando si manifestano tensioni sul mercato dei prestiti, perché allora le aziende di credito esercitano una maggiore selezione qualitativa degli affidamenti, soprattutto nell'ambito delle imprese minori.

I tassi passivi variano invece secondo la dimensione dei depositi e in relazione al saldo tra posizioni creditorie e debitorie dei clienti; in particolare il ventaglio dei tassi passivi sembra favorire le categorie di clienti che risultano creditrici nette nei confronti del sistema bancario (famiglie, imprese minori). Anche la distribuzione dei tassi passivi assume profili diversi nel corso del ciclo economico, in quanto le aziende di credito tendono a diversificare maggiormente le condizioni nei periodi di restrizione, quando la concorrenza per i fondi si fa piú accesa e viene esercitata soprattutto a favore delle categorie di operatori che hanno piú ampie disponibilità (tav. aL 13).

Nelle situazioni ora descritte la vicenda del 1976 presenta tuttavia alcune significative differenze rispetto alla precedente esperienza di forte ascesa dei tassi compiuta nel 1974 (fig. L 6). Mentre sul finire di

Fig. L 6



Tassi d'interesse bancari

Fonte: Centrale dei rischi — Scala semilogaritmica

(1) Tassi attivi medi sugli impieghi a breve termine di almeno 30 milioni di lire. — (2) Tassi passivi medi sui conti di almeno 20 milioni di lire.

quell'anno la domanda netta di fondi delle maggiori imprese era più forte di quella delle altre, la situazione inversa si presentava nel 1976. Di conseguenza non si ripeteva in quest'ultimo anno quel movimento nei differenziali di tasso a favore delle imprese minori, che si era osservato nel 1974.

Conti economici.

La considerazione delle principali poste del conto economico in rapporto al volume della raccolta permette di individuare le linee lungo le quali si sono andati evolvendo, nel corso degli ultimi anni, i risultati economici della gestione bancaria e le loro principali determinanti. Nel quinquennio che va dal 1971 al 1975, e in particolare a partire dal

1974, l'attività di intermediazione delle banche si è svolta a tassi di interesse nominali crescenti, per effetto dell'inflazione e delle politiche monetarie perseguite. Il ricavo percentuale conseguito sul complesso dei crediti e delle altre poste attive di bilancio fruttifere di interesse, da un livello medio del 10,2 per cento nel 1971, è salito al 15,7 per cento nel 1975; in parallelo, ma in misura minore, sono lievitati i costi sostenuti per il pagamento di interessi sulle operazioni di raccolta,

Tav. L 13

CONTI ECONOMICI DELLE AZIENDE DI CREDITO

Voci	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
	miliardi di lire						
Ricavi specifici (1)	3.709,6	4.367,1	4.858,1	6.429,6	11.624,5	13.975,4	19.098,8
Costi specifici (2)	2.335,3	2.744,1	3.070,0	4.044,8	7.844,4	8.899,4	13.442,6
Altri ricavi	498,0	630,6	776,6	1.110,4	1.859,7	2.222,7	2.525,7
Costi per il personale	1.066,1	1300,5	1468,2	1.956,1	2.682,9	3.319,6	4.135,2
Costi generali	721,1	843,8	974,2	1.402,5	2.785,5	3.765,4	3.753,0
Utile netto	85,1	109,3	122,3	136,6	171,4	213,7	293,7
	formazione dell'utile in rapporto alla raccolta; valori percentuali						
Margine lordo d'intermediazione (3)	3,73	3,79	3,52	3,91	5,13	5,71	5,16
Altri ricavi	1,35	1,47	1,53	1,82	2,52	2,50	2,31
Costi per il personale	2,89	3,04	2,88	3,21	3,78	3,73	3,78
Costi generali	1,96	1,97	1,93	2,30	3,64	4,24	3,42
di cui: ammortamenti e accantonamenti	*0,62*	*0,71*	*0,66*	*1,16*	*1,58*	*1,97*	*1,73*
di cui: svalutazione crediti	....	....	....	....	*0,44*	*0,60*	*0,37*
svalutazione titoli	....	....	....	....	*0,81*	*0,80*	*0,79*
di cui: perdite su titoli	*0,15*	*0,01*	*0,01*	*0,06*	*0,59*	*0,64*	*0,07*
Utile netto	0,23	0,25	0,24	0,22	0,23	0,24	0,27
	altri dati						
RACCOLTA (miliardi di lire) (4)	*36.841,1*	*42.800,8*	*50.895,6*	*61.000,2*	*73.719,4*	*88.925,5*	*109.494,7*
NUMERO DEI DIPENDENTI (a giugno)	*141.589*	*158.348*	*165.825*	*177.648*	*204.159*	*217.051*	*228.159*
RACCOLTA PER DIPENDENTE (milioni di lire)	*260,20*	*270,30*	*306,92*	*343,38*	*361,09*	*409,70*	*479,90*
COSTO PER DIPENDENTE (milioni di lire)	*7,53*	*8,21*	*8,85*	*11,01*	*13,64*	*15,29*	*18,12*
UTILE NETTO/PATRIMONIO (in percentuale)	*7,12*	*8,45*	*8,64*	*8,18*	*7,86*	*6,27*	*6,38*

(1) Ricavi per interessi, commissioni e provvigioni relativi agli impieghi sull'interno e sull'estero, ai depositi presso BI-UIC, a titoli e partecipazioni e ai conti interbancari e con istituti di credito speciale. — (2) Costi per interessi, commissioni e provvigioni relativi alla raccolta sull'interno e sull'estero, ad anticipazioni, risconti e riporti e ai conti interbancari e con istituti di credito speciale. — (3) Ricavi specifici meno costi specifici. — (4) Media mobile centrata su 5 dati trimestrali.

i quali, dal 6,4 per cento nel 1971 sono saliti, nell'arco di 5 anni, al 10,0 per cento (tavv. L 13 e aL 15). Il margine lordo di intermediazione — differenza tra interessi ricevuti e interessi pagati, rapportati al totale di bilancio — si è dunque ampliato di circa due punti percentuali; molto maggiore (circa quattro punti) è stato l'aumento del differenziale tra i tassi attivi e passivi perché l'aumento dei costi unitari, diffuso su tutte le voci di raccolta, ha trovato contropartita all'attivo soltanto in aumenti del rendimento unitario delle operazioni di prestito, mentre per le poste attive dei titoli e della riserva obbligatoria non si sono avuti rilevanti adeguamenti di rendimento; per i titoli, inoltre, si è registrato nel periodo un aumento dal 19,5 al 22,4 per cento della quota nell'attivo bancario.

Il crescente peso delle attività a lungo termine e l'evoluzione della congiuntura economica e dei tassi d'interesse hanno anche provocato l'aggravarsi di costi non direttamente imputabili alla raccolta. I costi per ammortamenti e accantonamenti, in particolare, pari allo 0,7 per cento della raccolta nell'esercizio 1971, sono ininterrottamente saliti fino a una percentuale del 2,7 per cento nel 1975. I bilanci degli esercizi successivi al 1973, per i quali è disponibile un maggiore dettaglio statistico, pongono in luce che questi appesantimenti di costi traggono origine soprattutto da accantonamenti per la svalutazione di crediti e dalle minusvalenze sui titoli in portafoglio.

Anche l'incidenza del costo del personale è aumentata, passando dal 3,0 per cento nel 1971 al 3,7 per cento nel 1975. Nonostante che nel quinquenio considerato il numero dei dipendenti delle aziende di credito sia aumentato proporzionalmente meno del volume dell'intermediazione, e che perciò la raccolta media per dipendente sia salita da 270 a 410 milioni, il costo medio per dipendente nel settore bancario è aumentato in una misura che ha accresciuto l'incidenza dei costi per il personale sul conto economico. Ciò trova una spiegazione soprattutto nel fatto che il lavoro bancario si è in misura crescente indirizzato alla produzione di servizi che non trovano diretta espressione in poste del conto patrimoniale: calcolato in rapporto alla raccolta, il flusso aggiuntivo dei ricavi tratti da questi servizi ha compensato l'accresciuta incidenza dei costi per il personale. In definitiva, l'aumento dei redditi derivanti da servizi diversi dal credito e quello del margine tra interessi ricevuti e interessi pagati hanno compensato nel quinquennio la continua lievitazione dei costi per il personale e di quelli connessi con le minusvalenze sui prestiti e sui titoli; l'utile netto è rimasto una proporzione costante della raccolta.

Tav. L 14

CONTI ECONOMICI PER GRUPPI DI AZIENDE DI CREDITO

Voci	BANCHE					CASSE DI RISPARMIO				TOTALE
	maggiori	grandi	medie	piccole e minori	Totale	maggiori e grandi	medie	piccole e minori	Totale	(1)
FORMAZIONE DELL'UTILE IN RAPPORTO ALLA RACCOLTA										
1974										
Margine lordo (2)	4,79	5,08	5,38	5,75	5,20	4,90	5,04	5,53	5,26	5,13
Altri ricavi	3,22	1,84	1,45	3,54	2,75	1,24	1,52	1,12	1,22	2,52
Costo per il personale	4,47	3,93	3,37	2,92	3,78	3,06	3,64	3,26	3,27	3,78
Costi generali	3,39	2,83	3,17	5,92	3,91	2,98	2,79	3,28	3,10	3,64
Utile netto	0,15	0,16	0,29	0,45	0,26	0,10	0,13	0,11	0,11	0,23
1975										
Margine lordo (2)	6,37	5,32	5,65	5,63	5,85	4,80	4,62	5,33	5,04	5,71
Altri ricavi	2,76	1,99	1,43	4,50	2,85	1,99	1,64	1,25	1,54	2,50
Costi per il personale	4,64	3,91	3,42	2,98	3,84	3,44	3,43	3,48	3,46	3,73
Costi generali	4,34	3,24	3,34	6,74	4,61	3,24	2,68	2,93	2,97	4,24
Utile netto	0,15	0,16	0,32	0,41	0,25	0,11	0,15	0,17	0,15	0,24
1976										
Margine lordo (2)	4,72	4,95	4,94	5,89	5,13	5,32	4,29	5,44	5,20	5,16
Altri ricavi	3,26	2,24	2,07	2,14	2,53	1,52	1,79	1,54	1,58	2,31
Costi per il personale	4,60	3,88	3,39	3,06	3,82	3,62	3,55	3,67	3,63	3,78
Costi generali	3,26	3,14	3,29	4,39	3,55	3,11	2,40	3,11	2,99	3,42
Utile netto	0,12	0,17	0,33	0,58	0,29	0,11	0,13	0,20	0,16	0,27
SOFFERENZE, ACCANTONAMENTI E PERDITE SU TITOLI E IMPIEGHI										
1974										
Sofferenze / impieghi	*1,17*	*1,56*	*1,68*	*1,46*	*1,40*	*1,00*	*1,05*	*1,12*	*1,07*	*1,27*
Accantonam. per svalutaz. impieghi/impieghi	*0,90*	*0,65*	*0,89*	*0,72*	*0,81*	*0,15*	*0,45*	*0,55*	*0,42*	*0,71*
Perdite su titoli / titoli	..	*0,07*	*0,01*	*7,21*	*1,67*	*2,77*	*1,55*	*0,23*	*1,32*	*1,65*
Accantonam. per svalutaz. titoli / titoli	*0,66*	*3,20*	*3,94*	*4,92*	*2,70*	*1,17*	*1,19*	*2,64*	*1,89*	*2,31*
1975										
Sofferenze / impieghi	*1,17*	*1,89*	*1,74*	*1,65*	*1,53*	*1,04*	*1,30*	*1,26*	*1,20*	*1,37*
Accantonam. per svalutaz. impieghi/impieghi	*1,70*	*0,66*	*1,00*	*0,86*	*1,17*	*0,82*	*0,58*	*0,55*	*0,63*	*1,02*
Perdite su titoli / titoli	..	*0,07*	*0,01*	*10,59*	*2,33*	..	*0,35*	*0,03*	*0,07*	*1,60*
Accantonam. per svalutaz. titoli / titoli	*1,47*	*3,63*	*2,78*	*2,30*	*2,26*	*2,86*	*1,82*	*1,38*	*1,93*	*2,07*
1976										
Sofferenze / impieghi	*1,27*	*1,93*	*1,56*	*1,66*	*1,56*	*0,95*	*1,44*	*1,42*	*1,29*	*1,42*
Accantonam. per svalutaz. impieghi/impieghi	*0,62*	*0,61*	*0,83*	*0,83*	*0,71*	*0,44*	*0,45*	*0,54*	*0,50*	*0,63*
Perdite su titoli / titoli	..	*0,04*	..	*1,21*	*0,31*	*0,17*	..	..	*0,05*	*0,20*
Accantonam. per svalutaz. titoli / titoli	*0,60*	*3,16*	*1,88*	*2,01*	*2,20*	*2,15*	*3,20*	*2,62*	*2,58*	*2,26*

(1) Compresi gli Istituti di categoria. – (2) Ricavi specifici *meno* costi specifici (v. Tav. L 13).

Rispetto all'evoluzione fin qui descritta, il 1976 segna un mutamento nei modi di formazione dell'utile di esercizio. Nonostante che il divario tra tassi attivi e passivi, misurato in base alle risultanze di conto economico, abbia raggiunto il livello, mai prima registrato, di 9,5 punti percentuali, per la prima volta dal 1970 si è avuta una riduzione del margine lordo di intermediazione. In primo luogo infatti l'aumento di 1,94 punti del costo medio della raccolta ha avuto un'incidenza maggiore dell'effetto congiunto dell'aumento del tasso sugli impieghi (2,84 punti) e di quello, insignificante, del rendimento dei titoli, dato l'elevato peso di questi ultimi (35,7 per cento della raccolta). In secondo luogo un aggravio dei costi unitari è derivato dall'aumento del peso di attività a basso rendimento, quali i depositi presso la Banca d'Italia e il Tesoro, per i cospicui versamenti straordinari di riserva obbligatoria (tav. aL 15).

La diminuzione del margine lordo di intermediazione ha trovato compenso nella minore incidenza dei costi generali e in particolare delle perdite sui titoli e degli accantonamenti per la svalutazione degli impieghi. Nel 1976 infatti, pur essendo il corso medio delle obbligazioni diminuito del 19,0 per cento, si è ritenuto di non effettuare svalutazioni. Inoltre sono stati fortemente ridotti gli accantonamenti per perdite sui prestiti, nonostante che il rapporto tra sofferenze e impieghi abbia segnato ancora un aumento, come già nel 1974 e 1975 (tav. L 14).

Gli andamenti dei costi e ricavi sopra descritti hanno generato utili netti per un importo pari a 294 miliardi; l'incremento rispetto ai risultati del precedente esercizio è di 80 miliardi e del 37,5 per cento e rappresenta uno dei piú sensibili miglioramenti verificatisi negli ultimi anni. Risulta invece diminuito rispetto al 1975 l'utile al lordo degli ammortamenti e accantonamenti, data la riduzione di questi ultimi.

(M) Il mercato dei valori mobiliari

Nel 1976 le emissioni nette dei valori mobiliari hanno segnato una forte riduzione rispetto all'anno precedente (9.422 miliardi nel 1976, contro 13.264 nel 1975); calcolate in rapporto al prodotto interno lordo, sono scese al 6,6 per cento (11,6 per cento nel 1975; tavv. M 1 e M 2).

La flessione ha riguardato esclusivamente il comparto dei titoli a reddito fisso (7.725 miliardi nel 1976, contro 11.907 nel 1975) e ha riflesso il mutato atteggiamento del pubblico e delle aziende di credito in un anno contraddistinto dalle crisi valutarie, dal peggioramento delle aspettative d'inflazione e dall'attuazione di una politica di intreccio dei tassi dell'interesse, che ha consentito un immediato e ampio aumento dei tassi a breve termine e ha moderato invece l'adeguamento di quelli a lungo termine.

Tav. M 1

EMISSIONI NETTE DI VALORI MOBILIARI

(miliardi di lire)

Voci	Consistenze dicembre		Emissioni nette						
			1974	1975			1976		
			Anno	semestri		Anno	semestri		Anno
	1975	1976		I	II		I	II	
EMITTENTI:									
Tesoro (1)	26.572	29.466	1.226	1.247	3.854	5.101	1.986	584	2.570
Ist. di cred. speciale	33.432	38.749	2.153	3.217	2.193	5.410	2.548	1.615	4.163
Altri	9.619	10.689	94	513	883	1.396	611	381	992
TOTALE . . .	**69.623**	**78.904**	**3.473**	**4.977**	**6.930**	**11.907**	**5.145**	**2.580**	**7.725**
SOTTOSCRITTORI:									
Banca d'Italia e UIC	13.119	14.607	1.617	−82	2.503	2.421	887	447	1.334
Cassa DD.PP. (2) .	1.281	1.467	20	522	67	589	113	40	153
Aziende di credito .	35.305	42.567	3.872	3.346	2.992	6.338	3.329	2.266	5.595
Pubblico	19.918	20.263	−2.036	1.191	1.368	2.559	816	−173	643
Azioni	*16.650*	*18.500*	*771*	*617*	*740*	*1.357*	*860*	*837*	*1.697*

(1) Comprese le cartelle ventennali emesse dalla Cassa DD.PP., le obbligazioni per conto del Tesoro, quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali. Esclusi i BOT, i buoni fruttiferi della Cassa DD.PP., i certificati del Tesoro a breve termine e i certificati speciali. — (2) Le sottoscrizioni della Cassa DD.PP. comprendono anche una parte delle cartelle emesse dalla Cassa stessa (45,5 miliardi nel 1974, 386,4 nel 1975 e 196,2 nel 1976).

Il Tesoro e gli enti territoriali hanno dimezzato la loro raccolta netta di fondi a medio e a lungo termine (2.570 miliardi nel 1976, contro 5.101 nel 1975). Si sono, invece, accresciute le emissioni nette di buoni ordinari del Tesoro, a fronte di un disavanzo del settore statale minore di quello dell'anno precedente.

Gli istituti di credito speciale, in particolare quelli mobiliari, hanno ridotto considerevolmente le loro emissioni nette di obbligazioni (4.163 miliardi nel 1976, contro 5.410 nel 1975), con riflessi negativi sul volume di credito erogato.

Gli altri emittenti, prevalentemente le imprese pubbliche, hanno anch'essi dovuto ridurre le loro emissioni nette (992 miliardi nel 1976, contro 1.396 nel 1975) per l'impossibilità di collocare un volume maggiore di titoli presso il pubblico e presso le aziende di credito. Essi hanno pertanto fatto ricorso all'indebitamento bancario, come le imprese private, in misura maggiore che nell'anno precedente.

La diminuzione della domanda di titoli a reddito fisso ha contrassegnato tutto il 1976, fin dal momento dell'apertura della crisi valutaria nel mese di gennaio. Essa si è tradotta in un minor volume di acquisti di titoli da parte dei privati (643 miliardi, pari a un quarto di quelli dell'anno precedente). La struttura dei tassi d'interesse e le aspettative d'inflazione hanno spostato le preferenze dei privati verso i depositi bancari e, per un ammontare cospicuo (1.331 miliardi), verso i BOT.

Dopo il rapido assorbimento dell'emissione di buoni quadriennali del Tesoro nel mese di gennaio, il pubblico ha modificato radicalmente le sue aspettative ed è rimasto ai margini del mercato, sebbene siano stati offerti titoli con vita media non troppo lunga, con cedole relativamente elevate, con piani di ammortamento semplificati, con meccanismi di indicizzazione finanziaria. Tuttavia non si sono avute le vendite massicce, che l'esperienza del 1974 poteva far temere, in virtú del notevole adeguamento verso l'alto dei rendimenti che le autorità, pur moderandolo, hanno accettato tempestivamente.

Le aziende di credito, in presenza di una sensibile espansione dei finanziamenti a breve termine, hanno effettuato acquisti di titoli a reddito fisso (5.595 miliardi nel 1976, contro 6.338 nel 1975) nei limiti dell'adempimento dell'obbligo di investimento, riducendo anche il margine di eccedenza che avevano ampliato l'anno precedente.

La Banca d'Italia e l'UIC hanno effettuato acquisti per 1.334 miliardi (contro 2.421 miliardi nel 1975), se si escludono i certificati

del Tesoro acquistati temporaneamente dalla Banca d'Italia e destinati all'estinzione dei debiti degli enti mutualistici verso gli enti ospedalieri. L'azione della Banca d'Italia è stata diretta a impedire che si riversassero sul mercato finanziario le richieste di fondi del Tesoro e ad attenuare quindi le tensioni sui tassi dell'interesse ricorrendo anche ad acquisti, peraltro di entità contenuta, sul mercato secondario.

Tav. M 2

EMISSIONI NETTE DI VALORI MOBILIARI SUDDIVISE PER CATEGORIE DI INVESTITORI, DI TITOLI E DI EMITTENTI (1)

(miliardi di lire)

Investitori / Titoli e settori emittenti	Banca d'Italia e UIC	Cassa DD.PP. (2)	Aziende di credito	Pubblico	Totale
			1975		
Titoli a reddito fisso	*2.421*	*589*	*6.338*	*2.559*	*11.907*
Tesoro (3)	2.544	366	910	1.281	5.101
Istituti di credito speciale	−14	236	4.682	506	5.410
Altri	−109	−13	746	772	1.396
Azioni	*7*	–	*−35*	*1.385*	*1.357*
Totale	**2.428**	**589**	**6.303**	**3.944**	**13.264**
			1976		
Titoli a reddito fisso	*1.334*	*153*	*5.595*	*643*	*7.725*
Tesoro (3)	1.299	183	510	578	2.570
Istituti di credito speciale	68	−22	4.164	−47	4.163
Altri	−33	−8	921	112	992
Azioni	*12*	–	*94*	*1.591*	*1.697*
Totale	**1.346**	**153**	**5.689**	**2.234**	**9.422**

(1) Per una maggiore analisi si veda la tavola aM 2. – (2) Le sottoscrizioni della Cassa DD.PP. comprendono anche una parte delle cartelle emesse dalla Cassa stessa (386,4 miliardi nel 1975 e 196,2 nel 1976). – (3) Comprese le cartelle ventennali della Cassa DD.PP., le obbligazioni per conto del Tesoro, quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali. Esclusi i BOT, i buoni fruttiferi della Cassa DD.PP., i certificati del Tesoro a breve termine e i certificati speciali.

La consistenza dei titoli a reddito fisso in circolazione, calcolata al valore nominale, si è accresciuta del 13 per cento (contro un incremento del 24 per cento nel 1975); nella ripartizione tra le principali categorie di investitori si è accentuata la tendenza alla contrazione della quota dei titoli in possesso del pubblico (passata dal 28,6 per cento nel 1975 al 25,7 per cento). La quota dei titoli nel portafoglio delle aziende di credito è cresciuta dal 50,7 per cento nel 1975 al 53,9 per

cento, confermando la progressiva espansione del fenomeno di duplice intermediazione tra risparmiatori e utilizzatori finali dei fondi, favorito dal vincolo di portafoglio a carico delle aziende stesse.

I rendimenti si sono mossi al rialzo dal mese di febbraio in poi, assecondati nel loro movimento dalle autorità che, nei mesi precedenti, avevano operato nel senso di contrastarne la tendenza al ribasso, con l'intento di favorire gli impieghi in attività finanziarie e di dare una indicazione del persistere di una situazione critica per la nostra economia. Nell'anno sotto rassegna ci si è limitati a moderare l'intensità e le oscillazioni del rialzo dei rendimenti, allo scopo di evitare che i privati effettuassero forti disinvestimenti e di contenere, nel contempo, il costo dei finanziamenti a media e a lunga scadenza.

L'aspettativa di conseguire in tempi non troppo lunghi una riduzione delle pressioni inflazionistiche presenti nell'economia ha suggerito di favorire l'intreccio dei tassi. La ripresa dell'inflazione, dopo la temporanea distensione dei rendimenti nei mesi estivi, ha indotto però a ritenere non piú sostenibile una rigida segmentazione dei comparti e quindi una struttura fortemente discendente dei rendimenti secondo la scadenza.

In contrasto con la flessione delle emissioni di titoli a reddito fisso, le emissioni di azioni, al netto delle duplicazioni, hanno segnato un aumento rispetto all'anno precedente (1.697 miliardi nel 1976, contro 1.357 nel 1975); la raccolta ha interessato prevalentemente, come in passato, le società non quotate in borsa. Le imprese hanno cosí corretto, almeno in parte, le distorsioni della loro struttura finanziaria, potendo contare anche su un crescente volume di autofinanziamento lordo. La borsa, tuttavia, ha continuato a svolgere un ruolo minore nella raccolta di capitale di rischio, confermando l'esigenza di un'efficace riforma che migliori la funzionalità del mercato secondario, quale premessa per una maggiore diffusione dell'azionariato. I corsi sono in complesso diminuiti, in connessione con la deludente campagna dei dividendi, con la fragilità delle prospettive di profitto, col rialzo dei tassi dell'interesse e con l'aumento dell'imposta cedolare sui dividendi.

Titoli a reddito fisso.

Offerta di titoli. — Le emissioni lorde in valore nominale sono state pari, nell'anno in esame, a 12.559 miliardi, contro 17.196 miliardi nel 1975 e 6.726 miliardi nel 1974, confermando l'instabilità che

caratterizza il settore dal 1973, con un rapido alternarsi di fasi positive e negative (tavv. M 3 e aM 1).

La riduzione delle emissioni ha riflesso, oltre alle difficoltà incontrate dal lato della domanda di titoli, anche il controllo esercitato dalle autorità sull'offerta, già resa riluttante dall'incertezza sul futuro andamento dei tassi dell'interesse e dal timore di un eccessivo onere futuro dei debiti, nell'eventualità di un graduale abbassamento dell'inflazione.

Tav. M 3

EMISSIONI DI TITOLI A REDDITO FISSO, AMMORTAMENTI E CEDOLE (1)

Voci	Media annua 1963-72	1973	1974	1975	1976
Emissioni lorde	**3.908**	**13.270**	**6.726**	**17.196**	**12.559**
Tesoro (2)	1.515	4.217	2.505	7.485	3.902
Istituti di credito speciale	1.719	7.811	3.669	7.812	7.091
Altri emittenti	674	1.242	552	1.889	1.566
Quote di ammortamento rimborsate	**907**	**2.161**	**2.522**	**3.532**	**3.271**
Tesoro (2)	351	846	1.013	1.839	1.008
Istituti di credito speciale	393	945	1.069	1.311	1.773
Altri emittenti	163	370	440	382	490
Cedole pagate	**979**	**2.486**	**3.300**	**4.000**	**5.457**
Tesoro (2)	336	930	1.180	1.370	1.799
Istituti di credito speciale	420	1.069	1.550	2.031	2.903
Altri emittenti	223	487	570	599	755
Ricorso netto al mercato (3)	**1.772**	**7.967**	**173**	**7.907**	**2.268**
Tesoro (2)	752	2.250	46	3.731	771
Istituti di credito speciale	768	5.369	603	3.378	1.260
Altri emittenti	252	348	–476	798	237

(1) Per una maggiore analisi, si veda la tavola aM 9. – (2) Comprese le obbligazioni per conto del Tesoro, quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali. Esclusi i BOT, i buoni fruttiferi della Cassa DD.PP., i certificati del Tesoro a breve termine e i certificati speciali. – (3) Al netto anche degli scarti di collocamento.

Le emissioni nette complessive sono state di 7.725 miliardi (contro 11.907 miliardi nel 1975 e 3.473 miliardi nel 1974). Il volume dei rimborsi, pari a 3.271 miliardi, è risultato lievemente inferiore a quello del 1975 (3.532 miliardi), per l'assenza di scadenze di buoni poliennali del Tesoro. Gli scarti, accresciutisi sensibilmente per l'incompleto adeguamento dei rendimenti nominali a quelli effettivi, sono ammontati a 1.563 miliardi. Si è infine ulteriormente accelerata la crescita dei pagamenti per cedole, pari a 5.457 miliardi (contro 4.000 miliardi nel 1975 e 3.300 miliardi nel 1974), che riflette l'espansione delle consi-

stenze di titoli nel 1975 e l'aumento della quota dei titoli di recente emissione aventi cedola piú elevata. Il ricorso netto al mercato, risultante dalla deduzione delle cedole pagate, si è cosí fortemente ridotto da 7.907 miliardi nel 1975 a 2.268 miliardi nel 1976 (tav. aM 9).

La riduzione dell'attività di emissione è stata meno evidente per gli istituti di credito speciale, a causa della tenuta del comparto del credito fondiario e agrario: le emissioni lorde sono ammontate a 7.091 miliardi, contro 7.812 miliardi nel 1975, e quelle nette a 4.163 miliardi, contro 5.410 miliardi nel 1975. L'esame degli sviluppi in corso d'anno chiarisce meglio la natura dei fattori entrati successivamente in gioco. Fino a febbraio, cioè finché la curva dei rendimenti ha posto i tassi a lunga al di sopra di quelli a breve, vi è stata maggiore facilità di collocamento sul mercato; gli acquisti da parte delle aziende di credito sono proseguiti anche in marzo, mese di verifica del vincolo di portafoglio, sicché nel primo trimestre si è concentrato il 43 per cento delle emissioni nette annue del comparto. Successivamente, il rovesciamento della struttura dei tassi per scadenza ha influenzato negativamente la domanda di titoli e ha imposto alle imprese uno spostamento verso il mercato a breve. Nell'estate la riduzione delle tensioni inflazionistiche ha gradualmente abbassato il divario dei tassi; le previsioni di una possibile decelerazione dei prezzi hanno reso caute le imprese nell'assumere l'onere dei tassi d'interesse a lunga e hanno provocato una riduzione della domanda di fondi a lungo termine. Negli ultimi mesi si è avuta una modesta ripresa delle emissioni, favorite dalla scadenza del vincolo di portafoglio (tav. aM 4).

L'andamento descritto è stato piú accentuato nel comparto degli istituti di credito mobiliare, che piú hanno sofferto delle difficoltà del mercato: le emissioni nette degli istituti mobiliari si sono cosí ridotte da 3.147 miliardi nel 1975 a 1.707 miliardi. E' invece cresciuta la quota di mercato delle sezioni opere pubbliche e soprattutto degli istituti di credito fondiario e agrario. Le prime hanno effettuato emissioni nette per 612 miliardi, contro 717 miliardi nel 1975; i secondi per 1.844 miliardi, contro 1.546 miliardi nel 1975. Sull'andamento del comparto fondiario ha inciso il sostegno dato dalle aziende di credito agli istituti in occasione della riforma del credito fondiario, per garantire la formazione delle disponibilità finanziarie necessarie per l'avvio del nuovo sistema di erogazione non contestuale alla raccolta di fondi con obbligazioni (tav. aM 2).

Tra le imprese pubbliche, soltanto l'ENEL ha incrementato la raccolta (da 826 miliardi di emissioni nette nel 1975 a 944 miliardi nel 1976); l'EFIM ha fatto una prima emissione netta di 93 miliardi; l'IRI e l'ENI non hanno collocato alcun prestito. Per l'intero comparto delle imprese pubbliche, le emissioni nette sono scese da 1.359 miliardi nel 1975 a 929 miliardi nel 1976.

Si è rilevato un modesto ritorno al mercato, dopo anni di assenza, delle imprese private, che hanno collocato emissioni lorde per 164 miliardi (94 miliardi nel 1975) e nette per 77 miliardi (17 miliardi nel 1975); a questa presenza ha contribuito la riduzione del vantaggio fiscale del finanziamento indiretto, attuato attraverso l'intermediazione degli istituti speciali.

Sono invece rimaste assenti dal mercato le istituzioni internazionali, che hanno provveduto solo a rimborsi per 13 miliardi (21 miliardi di emissioni nette nel 1975).

Le difficoltà attraversate dal mercato obbligazionario appaiono particolarmente rilevanti se si osservano i dati del finanziamento del settore pubblico (Tesoro, Crediop per conto del Tesoro, aziende autonome statali ed enti territoriali) e la quota di questo coperta dalla Banca d'Italia. Le emissioni lorde del comparto sono ammontate a 3.902 miliardi, contro 7.485 miliardi nel 1975, quelle nette a 2.570 miliardi, contro 5.101 miliardi nell'anno precedente, e il ricorso netto al mercato è risultato pari a 771 miliardi, a fronte di 3.731 miliardi nel 1975. La partecipazione del Tesoro alle emissioni nette complessive è scesa al 33 per cento dal 43 per cento nel 1975. Tra i titoli di Stato hanno acquisito rilievo i certificati ordinari le cui emissioni nette sono salite da 313 miliardi nel 1975 a 998 miliardi; il Crediop ha effettuato per conto del Tesoro un volume di emissioni, al netto degli scarti, inferiore di 320 miliardi ai rimborsi (tavv. M 4 e aM 5).

Le emissioni nette del settore pubblico dei primi due mesi rappresentano circa il 75 per cento di quelle dell'anno. Nei mesi successivi il progressivo indebolimento del mercato obbligazionario ha indotto il Tesoro a finanziarsi esclusivamente a breve termine, con titoli largamente acquistati dalla Banca d'Italia. Lo stretto controllo dell'offerta di titoli pubblici a lunga (da marzo ad agosto vi è stato un rimborso netto di 616 miliardi) ha contribuito a contenere l'aumento dei tassi a lunga e ad accentuare l'ascesa di quelli a breve. Una moderata ripresa dei collocamenti si è avuta solo alla fine dell'anno per l'immissione nel vincolo di portafoglio di alcuni titoli pubblici.

Tav. M 4

EMISSIONI NETTE DI TITOLI A REDDITO FISSO

(ripartizione percentuale)

Emittenti	Media annua 1963-72	1973	1974	1975	1976
Tesoro (1)	*39,3*	*30,4*	*35,3*	*42,7*	*33,2*
EFIM, ENEL, ENI, IRI (2)	*15,3*	*7,6*	*6,1*	*11,5*	*12,0*
Istituti di credito speciale	*43,1*	*61,6*	*62,0*	*45,5*	*53,9*
Imprese private	*1,2*	..	*–3,4*	*0,1*	*1,0*
Istituzioni internazionali	*1,1*	*0,4*	..	*0,2*	*–0,1*
Totale...	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Totale in miliardi di lire...	**2.751**	**10.453**	**3.473**	**11.907**	**7.725**
In per cento sul totale delle emissioni di valori mobiliari (reddito fisso e azioni)	*79,8*	*84,1*	*81,8*	*89,8*	*82,0*

(1) Comprese le obbligazioni per conto del Tesoro, quelle delle aziende autonome statali e degli enti territoriali. – (2) Comprese le obbligazioni " Autostrade S.p.A. " (gruppo IRI).

Nei primi mesi del 1977 le emissioni nette di titoli a reddito fisso sono state coerenti con gli obiettivi di espansione del credito, fissati negli accordi presi in sede internazionale, che prevedono un modesto aumento della raccolta complessiva dell'anno. Le emissioni del Tesoro, tra cui spicca quella di buoni quadriennali al 10 per cento, essendo state assorbite in prevalenza dalla Banca d'Italia, non hanno esercitato significative pressioni su un mercato finanziario ancora poco ricettivo. Gli istituti di credito speciale e le imprese pubbliche hanno concentrato le loro emissioni nel mese di marzo.

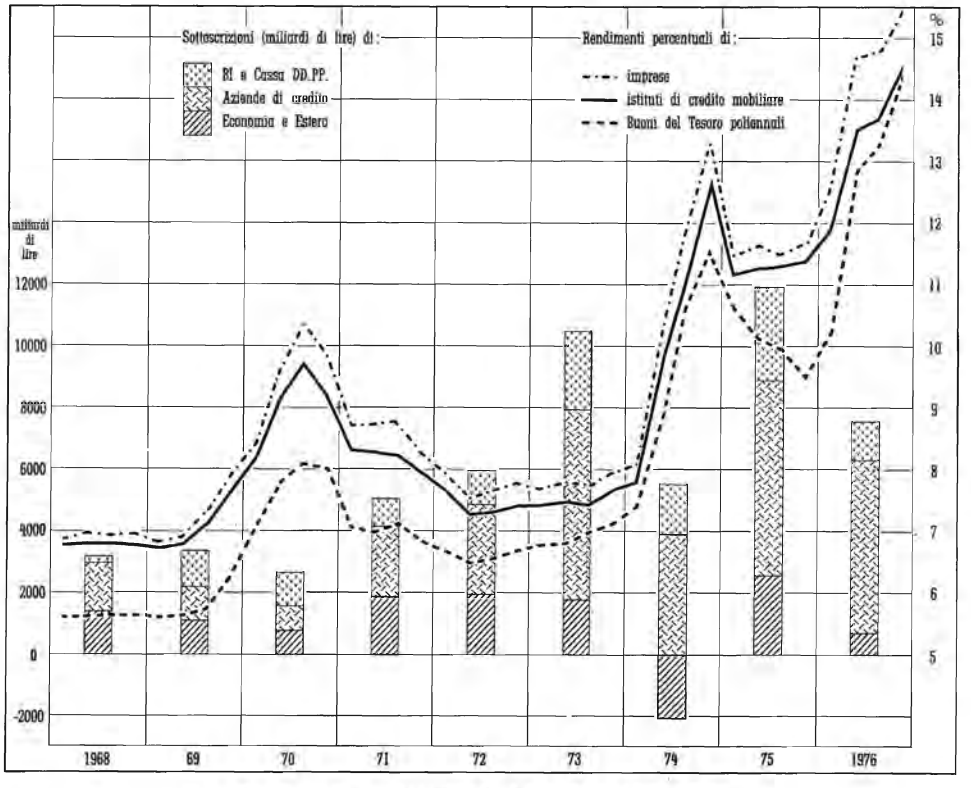
Domanda di titoli. — Gli scarsi acquisti netti del pubblico (643 miliardi, contro 2.559 nel 1975) hanno interessato per quasi i nove decimi i titoli di Stato, sottoscritti in occasione dell'emissione di buoni quadriennali del Tesoro nel mese di gennaio, e, per la parte rimanente, le obbligazioni emesse dalle imprese pubbliche.

In gennaio, prima del manifestarsi della crisi valutaria, il pubblico conservava una favorevole disposizione all'acquisto, tanto da effettuare sottoscrizioni nette per un valore di 1.199 miliardi.

Nei mesi successivi, invece, ha proceduto a disinvestimenti netti per complessivi 556 miliardi, nonostante l'accrescimento della ricchezza nominale e della sua componente finanziaria, in un anno caratterizzato da un'espansione del reddito anche in termini reali. L'assenza di controparti pronte ad assorbire l'eccesso di offerta sul mercato

secondario e la riduzione dei corsi delle obbligazioni hanno dissuaso il pubblico da rilevanti vendite, e lo hanno indotto a ridimensionare il proprio portafoglio soprattutto in occasione dei rimborsi. Il flusso di disinvestimenti si è temporaneamente arrestato nei mesi centrali dell'anno, quando l'attenuazione del tasso d'inflazione e qualche segno di distensione dei rendimenti potevano far ritenere prossima una inversione di tendenza; cosí pure nei mesi finali dell'anno i disinvestimenti sono sensibilmente diminuiti, in connessione con la riduzione del divario tra tassi a breve e a lunga scadenza. La concorrenza dei BOT ha indotto il pubblico a disinvestire soprattutto i buoni del Tesoro poliennali. In contropartita alle vendite si sono posti gli interventi in acquisto attuati con gradualità dalla Banca d'Italia, essendo le aziende di credito scarsamente interessate all'acquisto di titoli non validi per l'adempimento dell'obbligo di investimento (fig. M 1).

Fig. M 1



Rendimenti e sottoscrizioni dei titoli a reddito fisso

L'offerta al pubblico di un prestito ENEL, nel mese di marzo, ha avuto un assorbimento molto limitato, nonostante che le obbligazioni fossero dotate di alcune caratteristiche gradite ai risparmiatori, quali

l'esenzione fiscale, la cedola elevata, la vita media ridotta. Il pubblico si è mostrato poco interessato anche all'emissione, in settembre, di un prestito ENEL indicizzato, simile a quello del 1974, sia perché la particolare formula di indicizzazione, per quanto atta a contenere le fluttuazioni del corso, è risultata di difficile comprensione, sia perché il rendimento immediato era comunque inferiore ai tassi a breve.

Nel complesso dell'anno, tuttavia, il pubblico ha accresciuto, sia pure in misura modesta, il suo portafoglio di titoli emessi dalle imprese pubbliche; esso ha effettuato anche limitati acquisti netti di titoli degli istituti di credito immobiliare, ponendo fine ai disinvestimenti degli anni immediatamente precedenti, probabilmente perché i rendimenti di molti di questi titoli, ridottasi ulteriormente l'azione di sostegno degli emittenti, hanno raggiunto livelli interessanti. Il pubblico ha disinvestito, oltre ai buoni poliennali, anche titoli del Crediop per conto del Tesoro e degli istituti di credito mobiliare, prevalentemente in coincidenza con i rimborsi.

Le aziende di credito hanno effettuato acquisti netti nei limiti del vincolo di portafoglio e hanno accresciuto la loro partecipazione relativa sul mercato primario (tav. M 5). Il margine di eccedenza del portafoglio titoli delle aziende di credito rispetto all'obbligo di investimento

Tav. M 5

SOTTOSCRIZIONI DI TITOLI A REDDITO FISSO

(ripartizione percentuale)

Investitori	Media annua 1963-72	1973	1974	1975	1976
Banca d'Italia e UIC	*19,3*	*24,3*	*46,5*	*20,3*	*17,3*
Aziende di credito	*43,7*	*59,0*	*111,5*	*53,2*	*72,4*
Altri intermediari finanziari	*5,8*	*2,6*	*–2,0*	*7,3*	*1,3*
Economia ed estero	*31,2*	*14,1*	*–56,0*	*19,2*	*9,0*
Totale	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Totale in miliardi di lire	**2.751**	**10.453**	**3.473**	**11.907**	**7.725**

ha segnato un'espansione temporanea alla fine di settembre, in connessione con le migliori condizioni di liquidità dei mesi estivi, ed è diminuito alla fine del 1976 (passando dallo 0,8 per cento dei depositi nel 1975 allo 0,5 per cento). Le aziende di credito hanno ridotto la quota di depositi impiegata in titoli, pur avendo aumentato la loro partecipazione relativa al totale dei titoli in circolazione (tavv. aM 3 e aM 10).

L'esistenza dell'obbligo di investimento non ha annullato le possibilità operative delle aziende di credito nei riguardi della composizione e della distribuzione nel tempo degli acquisti. Esse infatti hanno usufruito di margini di manovra per quanto riguarda le scadenze dell'obbligo: quattro all'anno per il rispetto dei quantitativi minimi da acquistare, due all'anno per il rispetto della composizione degli acquisti. Inoltre i titoli per i quali si è applicato un vincolo specifico di acquisto sono stati solo quelli emessi dagli istituti di credito fondiario e agrario e, occasionalmente, le cartelle emesse dalla Cassa DD.PP. Se è vero che il vincolo di cedola stabilito per orientare le aziende di credito verso il mercato primario le ha obbligate a un maggiore esborso di fondi, è altrettanto vero che la cedola elevata offre indubbi vantaggi alle persone giuridiche nell'attuale regime fiscale, potendo esse vantare un credito per l'imposta « sostitutiva » pagata a titolo di acconto. Inoltre non va dimenticato che sussiste un'ampia possibilità di scelta per reintegrare le riduzioni del portafoglio imputabili ai rimborsi.

Gli acquisti sono stati rilevanti nel primo bimestre dell'anno, quando non si era ancora modificata la struttura dei rendimenti, e si sono concentrati poi nei mesi di scadenza dell'obbligo. La composizione del portafoglio delle aziende si è modificata a vantaggio dei titoli degli istituti di credito speciale, soprattutto di quelli « collegati ». Gli acquisti di titoli degli istituti di credito fondiario e agrario, in particolare, favoriti dalle disposizioni sulla composizione degli investimenti obbligatori, hanno superato i valori del 1975 anche in termini assoluti. Sono stati anche effettuati rilevanti acquisti, all'emissione, di titoli delle imprese pubbliche, soprattutto dell'ENEL, utilizzabili per l'adempimento dell'obbligo e destinati in parte al consolidamento dell'esposizione debitoria dell'ente elettrico verso l'ICCRI. Successivamente la difficoltà di costituire consorzi di garanzia tra le aziende di credito ha impedito il collocamento di ulteriori rilevanti prestiti delle imprese pubbliche (tav. aM 2).

Le aziende di credito si sono valse delle possibilità di scelta anche di fronte alle vendite, invero modeste, operate dal pubblico nel corso dell'anno. Cosí, per reintegrare i titoli rimborsati, hanno acquistato sul mercato secondario soprattutto i titoli degli istituti di credito mobiliare e del Crediop per conto del Tesoro, trattandosi in generale di titoli « vecchi » che offrivano il vantaggio di un prezzo basso.

La Banca d'Italia e l'UIC hanno quasi dimezzato gli acquisti netti di titoli a reddito fisso a lungo termine (1.334 miliardi nel 1976, contro 2.421 nel 1975), per la gran parte titoli di Stato, come l'anno precedente,

e hanno accresciuto invece gli acquisti di BOT. Le sottoscrizioni all'emissione si sono addensate nel mese di gennaio, quando la Banca d'Italia ha assorbito, tra l'altro, la quota residua di buoni quadriennali, e nei mesi di febbraio, ottobre e novembre, con acquisizioni a fermo di alcuni prestiti del settore statale, prevalentemente nella forma di certificati del Tesoro.

Si menzionano a parte gli acquisti netti di certificati speciali del Tesoro, emessi per il ripianamento dei debiti degli enti mutualistici nei confronti degli ospedali, per un valore di 927 miliardi. Detti certificati, come quelli emessi nei due anni precedenti, sono stati assunti a fermo in via temporanea e saranno ceduti gradualmente alle aziende di credito per il consolidamento dei loro crediti verso gli enti ospedalieri. Alla fine del 1976 i certificati speciali di questo tipo figuravano nel portafoglio della Banca d'Italia per un valore nominale di 2.063 miliardi (tav. aM 8).

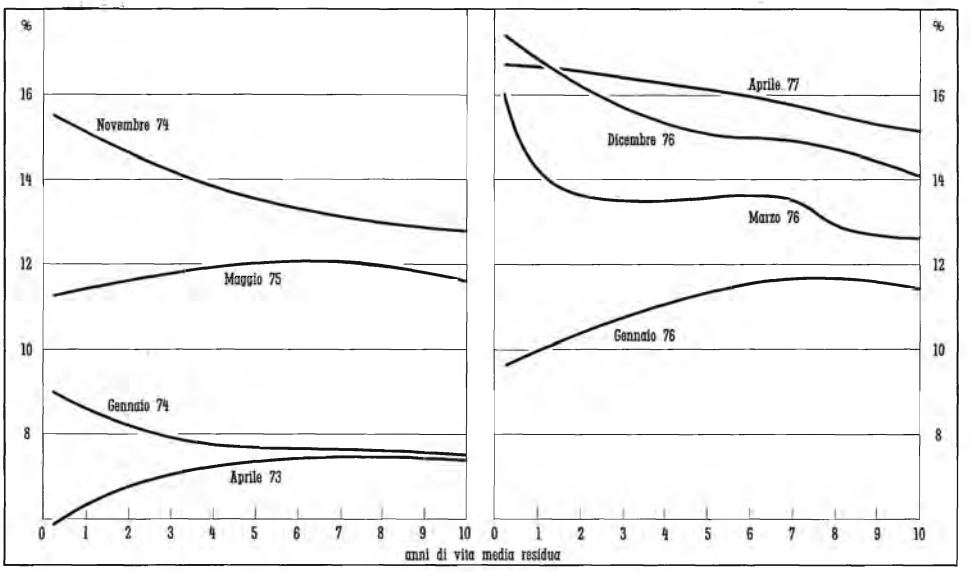
Gli acquisti sul mercato secondario (138 miliardi) sono stati di entità nettamente inferiore a quelli effettuati nel 1973 e nel 1974 (rispettivamente 254 e 246 miliardi), grazie alla maggiore elasticità della tecnica d'intervento. Le acquisizioni si sono concentrate nel primo semestre e nel mese di ottobre, cioè nei mesi di maggiore tensione; oltre la metà di esse ha avuto per oggetto i buoni poliennali del Tesoro. La Banca d'Italia ha assorbito anche titoli del Crediop per conto del Tesoro, all'emissione e sul mercato secondario.

Nei primi mesi del 1977 l'emissione dei buoni del Tesoro quadriennali al 10 per cento non ha avuto successo, sia per l'inadeguatezza del tasso nominale, sia perché perduravano i motivi che scoraggiano la domanda di titoli da parte del pubblico e delle aziende di credito. Poiché gli acquisti di queste categorie di sottoscrittori sono stati appena sufficienti a coprire i quantitativi dei buoni in scadenza, la Banca d'Italia ha trattenuto nel suo portafoglio la maggior parte del nuovo prestito. Le aziende di credito hanno concentrato i loro acquisti netti di titoli degli istituti di credito speciale e delle imprese pubbliche nel mese di marzo, cioè in occasione della prima verifica dell'obbligo di investimento.

Tassi dell'interesse. — Nel corso del 1976 i rendimenti dei titoli a media e a lunga scadenza hanno avuto una tendenza costantemente ascendente, eccettuata la fase iniziale del secondo semestre, caratterizzata dalle migliorate condizioni di liquidità e dall'abbassamento del tasso d'inflazione atteso (tav. aM 12 e fig. M 3).

Gli eventi connessi con la crisi valutaria delle prime settimane dell'anno hanno determinato una modifica delle aspettative d'inflazione da parte del pubblico e, quindi, una situazione di squilibrio sia del livello sia della struttura dei tassi dell'interesse. L'adeguamento dei tassi è stato favorito dal comportamento delle autorità, che nel 1975 avevano contenuto la flessione dei tassi a lunga scadenza, consapevoli della precarietà dell'equilibrio sul mercato finanziario. Nel 1976, le autorità si sono limitate a moderare l'intensità e le irregolarità del rialzo dei tassi a lunga con interventi a sostegno concentrati soprattutto nel primo semestre, nell'intento di non ostacolare il graduale accostamento a un nuovo livello di equilibrio.

Fig. M 2



Curve dei rendimenti secondo la scadenza

Nei primi mesi la politica di intervento si proponeva di contenere, nel comparto obbligazionario, le tensioni trasmesse ai mercati finanziari dalla crisi valutaria. Dal mese di marzo la struttura dei rendimenti secondo le diverse scadenze assumeva un andamento discendente, raggiungendo la massima inclinazione all'inizio dell'estate. Solo negli ultimi mesi del 1976 la curva dei rendimenti ha presentato una minore pendenza per l'effetto congiunto di un abbassamento dei tassi a breve e di un innalzamento di quelli a media e a lunga scadenza (fig. M 2).

La dinamica dei tassi dell'interesse ha mostrato uno sviluppo analogo a quello avutosi nel 1974, ma procedendo da una differente configurazione iniziale della

struttura dei rendimenti secondo la scadenza. Nel mese di gennaio del 1974 la struttura era discendente e rifletteva un'azione di contenimento dei tassi a lunga, attuata nei mesi precedenti anche con forti interventi in borsa. Invece nel gennaio del 1976 la struttura dei rendimenti era ascendente e le autorità operavano nel senso di impedire un abbassamento dei tassi a lunga. Il rapido mutamento delle aspettative, nell'anno in esame, ha potuto cosí essere assorbito dal mercato piú facilmente che nel 1974.

L'evoluzione dei tassi dell'interesse nel mercato finanziario italiano si è discostata da quella osservata nei principali mercati finanziari esteri; sui quali il livello, coerentemente con l'evolversi dei saggi d'inflazione interni, è stato, con l'eccezione del Regno Unito, sensibilmente inferiore e la struttura secondo le scadenze ha avuto un andamento ascendente.

I rendimenti dei titoli di Stato hanno segnato una forte accelerazione nel primo semestre. All'inizio del secondo semestre, i tassi dell'interesse sui buoni poliennali subivano un temporaneo cedimento; tale flessione non riguardava il rendimento dei titoli consolidati e di quelli redimibili, quasi interamente classati nei portafogli delle istituzioni creditizie. Nella fase finale dell'anno l'ascesa dei tassi riprendeva, seppure con una minore intensità, per l'intero comparto (tav. M 6).

Tav. M 6

RENDIMENTO MEDIO EFFETTIVO DEI TITOLI A REDDITO FISSO

Titoli	dic. 74	dic. 75	dic. 76	mar. 77	Variazioni assolute tra		
					dic. 75 / dic. 74	dic. 76 / dic. 75	mar. 77 / dic. 76
Titoli di Stato	**10,90**	**9,65**	**14,39**	**15,11**	*−1,25*	*4,74*	*0,72*
Consolidati	5,98	5,29	5,80	6,18	*−0,69*	*0,51*	*0,38*
Redimibili	9,82	10,51	14,31	15,19	*0,69*	*3,80*	*0,88*
Buoni del Tesoro poliennali	11,66	9,58	14,46	15,17	*−2,08*	*4,88*	*0,71*
Obbligazioni	**11,71**	**11,24**	**14,16**	**14,83**	*−0,47*	*2,92*	*0,67*
Per conto del Tesoro	12,15	11,63	13,95	14,77	*−0,52*	*2,32*	*0,82*
Istituti di credito mobiliare	12,49	10,66	14,18	14,88	*−1,83*	*3,52*	*0,70*
Istituti di credito immobiliare	9,59	9,81	14,31	14,52	*0,22*	*4,50*	*0,21*
ENEL-ENI-IRI	13,28	11,21	14,12	14,78	*−2,07*	*2,91*	*0,66*
Altre imprese	13,41	11,72	15,14	15,81	*−1,69*	*3,42*	*0,67*

Particolarmente accentuata è risultata la dinamica dei rendimenti dei buoni poliennali, passati dal 9,61 per cento in gennaio al 14,46 in dicembre, superando, alla fine dell'anno, il livello dei rendimenti delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito mobiliare, normalmente

piú elevati. Questa situazione va ascritta alla circostanza che i buoni hanno attualmente una vita media residua minore di quella delle obbligazioni degli istituti mobiliari. Inoltre i buoni, particolarmente diffusi tra il pubblico, hanno subíto piú delle obbligazioni degli istituti mobiliari l'effetto dello spostamento della domanda di titoli, non essendo essi inclusi, come già ricordato, tra i titoli utilizzabili per l'adempimento dell'obbligo di investimento a carico delle aziende di credito.

Nel settore obbligazionario, i rendimenti dei titoli emessi dagli istituti di credito mobiliare sono passati dal livello minimo dell' 11,24 per cento, nel mese di gennaio, al massimo del 14,81 per cento, nel mese di ottobre, dopo un assestamento nei mesi estivi, per poi subire una lieve flessione nella parte finale dell'anno, collocandosi al 14,18 per cento nel mese di dicembre.

I rendimenti delle obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro, sulle quali si esercitano direttamente gli interventi della Banca d'Italia, hanno presentato un movimento ascendente leggermente meno pronunciato di quello delle obbligazioni degli istituti mobiliari, una minore variabilità e una flessione di entità trascurabile nel periodo estivo.

Tav. M 7

PREZZO DI EMISSIONE E RENDIMENTO MEDIO EFFETTIVO DELLE PRINCIPALI OBBLIGAZIONI (1)

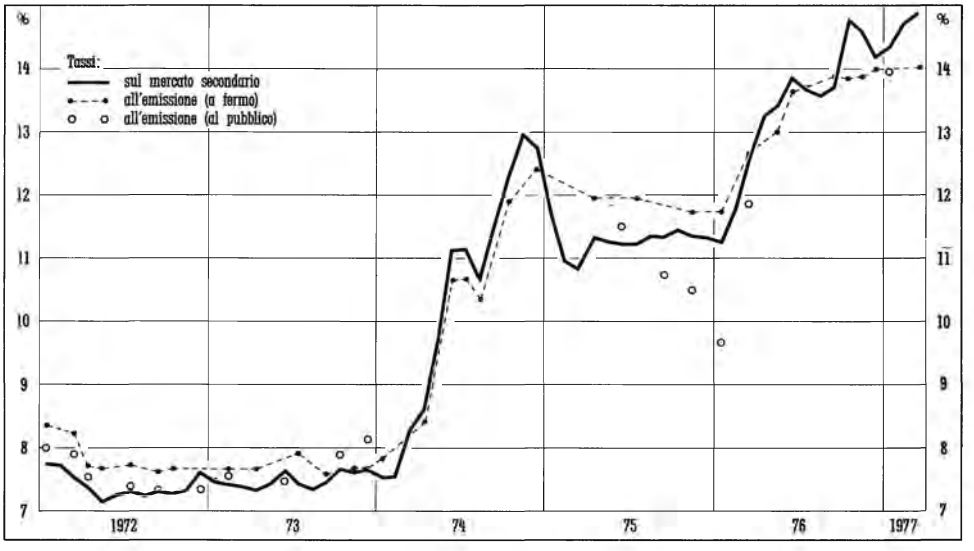
Periodo	Offerte al pubblico				Collocate a fermo			
	Tasso nominale							
	9%		10%		8% - 9%		10%	
	prezzo	rendimento	prezzo	rendimento	prezzo	rendimento	prezzo	rendimento
1974 - I trim.	–	–	–	–	99,0	*8,37*	–	–
II "	–	–	–	–	83,5	*10,68*	–	–
III "	–	–	–	–	90,8	*11,30*	–	–
IV "	–	–	–	–	84,5	*12,35*	–	–
1975 - I trim.	–	–	–	–	89,0	*12,41*	–	–
II "	96,0	*10,50*	–	–	86,0	*11,95*	–	–
III "	96,5	*11,49*	–	–	84,9	*11,75*	–	–
IV "	99,0	*10,49*	–	–	87,0	*11,75*	–	–
1976 - I trim.	98,6	*9,68*	–	–	87,0	*11,77*	93,2	*11,62*
II "	–	–	–	–	86,0	*13,00*	90,0	*13,60*
III "	–	–	–	–	83,8	*13,70*	87,5	*13,71*
IV "	–	–	81,0	*13,65*	–	–	87,0	*13,99*

(1) Sulla determinazione del rendimento incidono, oltre al prezzo di emissione e al tasso nominale, la durata del prestito, le modalità di ammortamento e i premi.

La dinamica dei rendimenti delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito fondiario e agrario è stata coerente con l'andamento del mercato; la forte accelerazione, avvenuta negli ultimi quattro mesi dell'anno, ha avvicinato notevolmente i rendimenti a quelli degli altri titoli a medio e a lungo termine, per effetto di un ulteriore allentamento del sostegno praticato dagli istituti emittenti.

I tassi all'emissione dei titoli collocati a fermo hanno seguíto l'evoluzione del mercato mostrando una tendenza ascendente durante il corso dell'anno, con un'accelerazione nel primo semestre. Detti tassi, piú direttamente controllabili dalle autorità monetarie, si sono mantenuti in complesso lievemente al di sotto dei rendimenti rilevati sul mercato secondario (tav. M 7 e fig. M 3).

Fig. M 3



Tassi all'emissione e rendimento di borsa dei titoli a reddito fisso

I rendimenti delle obbligazioni soggette a imposta « sostitutiva » hanno presentato un andamento diverso da quello delle obbligazioni esenti. Infatti le aziende di credito e gli investitori istituzionali mostrano una preferenza per le obbligazioni soggette a imposta perché la pagano a titolo di acconto e possono vantare un credito pari all'intero ammontare del tributo versato. La favorevole disposizione all'acquisto da parte degli enti tassabili in base al bilancio sembra quindi riflettersi, per le obbligazioni soggette a imposta, in un rendimento netto inferiore a quello di obbligazioni simili, esenti da imposta.

Sono stati posti a confronto i rendimenti mensili, rilevati per il periodo che va dal maggio 1976 al marzo 1977, di due campioni di obbligazioni di uguale cedola (10 per cento), le une soggette a imposta, le altre esenti. I rendimenti netti delle prime sono stati in media inferiori dello 0,65 per cento a quelli delle seconde. Il divario può verosimilmente essere interpretato come un segno della preferenza delle persone giuridiche per i titoli soggetti a imposta « sostitutiva ».

Questa preferenza sembra trovare un'altra conferma nel raffronto, per lo stesso periodo di 11 mesi, tra i rendimenti di obbligazioni omogenee per vita media residua, con cedole del 6 e del 7 per cento, esenti da imposta, e con cedole dell'8 per cento, soggette a imposta. I rendimenti delle obbligazioni 8 per cento, calcolati al netto dell'imposta, sono stati in media inferiori dell'1,3 per cento a quelli dei titoli esenti: un divario molto piú ampio di quello spiegabile con la differenza di cedola.

Tav. M 8

RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DISTINTE PER TASSO NOMINALE

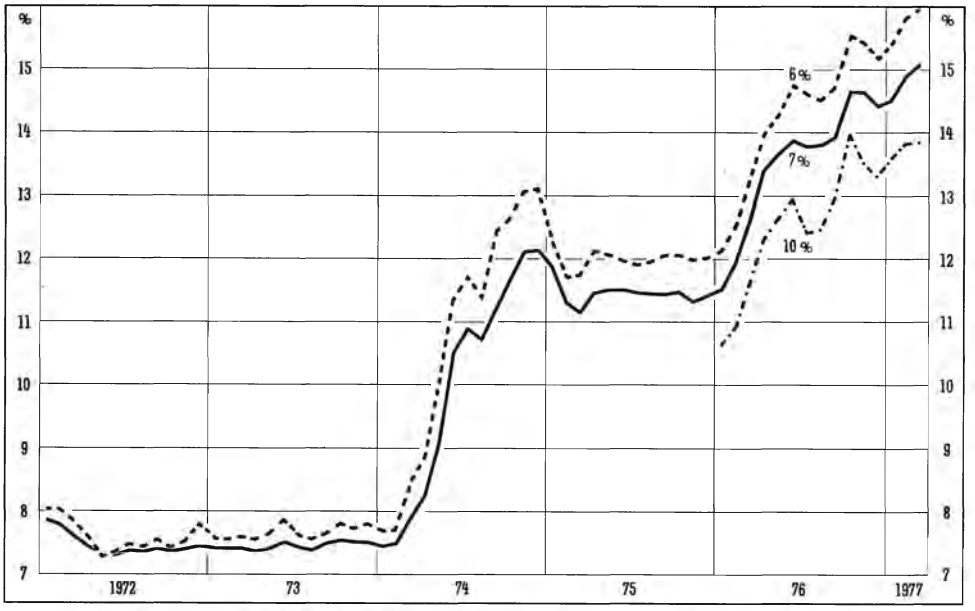
Tasso nominale / Mese	6%	7%	10%	6%	7%	10%	6%	7%	10%
	immediato (1)			*medio effettivo* (2)			*ultimo rimborso* (3)		
1971 - lug.	7,20	7,55	–	8,66	8,04	–	7,85	7,73	–
dic.	6,92	7,48	–	8,12	7,93	–	7,43	7,63	–
1972 - mag.	6,54	7,16	–	7,26	7,29	–	6,86	7,18	–
dic.	6,74	7,23	–	7,79	7,45	–	7,21	7,29	–
1973 - apr.	6,63	7,20	–	7,53	7,35	–	7,03	7,23	–
dic.	6,71	7,26	–	7,80	7,51	–	7,20	7,34	–
1974 - mar.	6,92	7,41	–	8,48	7,88	–	7,59	7,58	–
dic.	8,58	9,31	–	13,11	12,14	–	10,40	10,39	–
1975 - mar.	8,02	8,82	–	11,73	11,11	–	9,53	9,68	–
dic.	8,06	8,90	–	11,98	11,40	–	9,73	9,90	–
1976 - mar.	8,43	9,37	10,74	13,20	12,62	11,61	10,46	10,68	11,32
dic.	9,02	9,99	11,37	15,15	14,39	13,29	11,57	11,76	12,71
1977 - mar.	9,17	10,18	11,54	16,00	15,09	13,85	11,94	12,13	13,21

(1) Rapporto tra cedola e corso o prezzo di emissione, tenuto conto del pagamento semestrale. – (2) Tasso di sconto da applicare alle prestazioni future offerte dal titolo, nell'ipotesi di rimborso alla scadenza media, per ottenere un valore attuale pari al corso o al prezzo di emissione. – (3) Tasso di sconto da applicare alle prestazioni future offerte dal titolo nell'ipotesi meno favorevole per l'investitore di rimborso alla scadenza finale, per ottenere un valore attuale pari al corso o al prezzo di emissione.

Il divario tra i rendimenti effettivi di obbligazioni omogenee, recanti cedole diverse, si è accresciuto nell'anno sotto rassegna, come era logico attendersi in un periodo caratterizzato da maggiori incertezze. L'avversione al rischio porta gli investitori a preferire i titoli con cedola piú elevata, con decisione tanto maggiore quanto piú il livello dei rendimenti effettivi cresce. Infatti, in questo caso, aumenta il differenziale tra rendimenti effettivi e immediati, che misura la componente aleatoria del rendimento. Questo comportamento degli investitori si traduce, per i titoli con cedola piú elevata, in un minor rendimento

medio effettivo e, quindi, in un minor costo delle nuove emissioni. Nella stessa direzione ha operato il vincolo di portafoglio che ha orientato gli acquisti delle aziende verso i titoli con cedole elevate (tav. M 8 e fig. M 4).

Fig. M 4



Rendimenti delle obbligazioni distinte per cedole

Nei primi mesi del 1977 i rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine hanno proseguito la loro crescita. La struttura dei rendimenti secondo la scadenza ha continuato a ridurre la sua inclinazione, probabilmente per il diffondersi di attese di stabilità del tasso d'inflazione.

Azioni.

Raccolta di fondi. — Le emissioni di azioni, al netto delle duplicazioni, sono state, nel 1976, pari a 1.697 miliardi (contro 1.357 miliardi nel 1975 e 771 nel 1974). Il rapporto fra le emissioni e il prodotto interno lordo è rimasto immutato rispetto al 1975 (1,2 per cento); neppure il rapporto fra emissioni e investimenti fissi lordi si è discostato dal valore del 1975 (5,9 per cento nel 1976, contro 5,7 nel 1975). Alla regolarità dell'andamento di tali rapporti si è accompagnato un mutamento della composizione delle emissioni distinte per categorie di emittenti. Sono cresciute le quote delle società con prevalente partecipazione

statale (35,5 per cento) e delle società private di maggiori dimensioni (18,5 per cento); di converso le società private di minori dimensioni hanno subíto una forte diminuzione della loro partecipazione relativa alla raccolta di capitale di rischio (46,0 per cento; tav. M 9).

Tav. M 9

EMISSIONI LORDE DI AZIONI

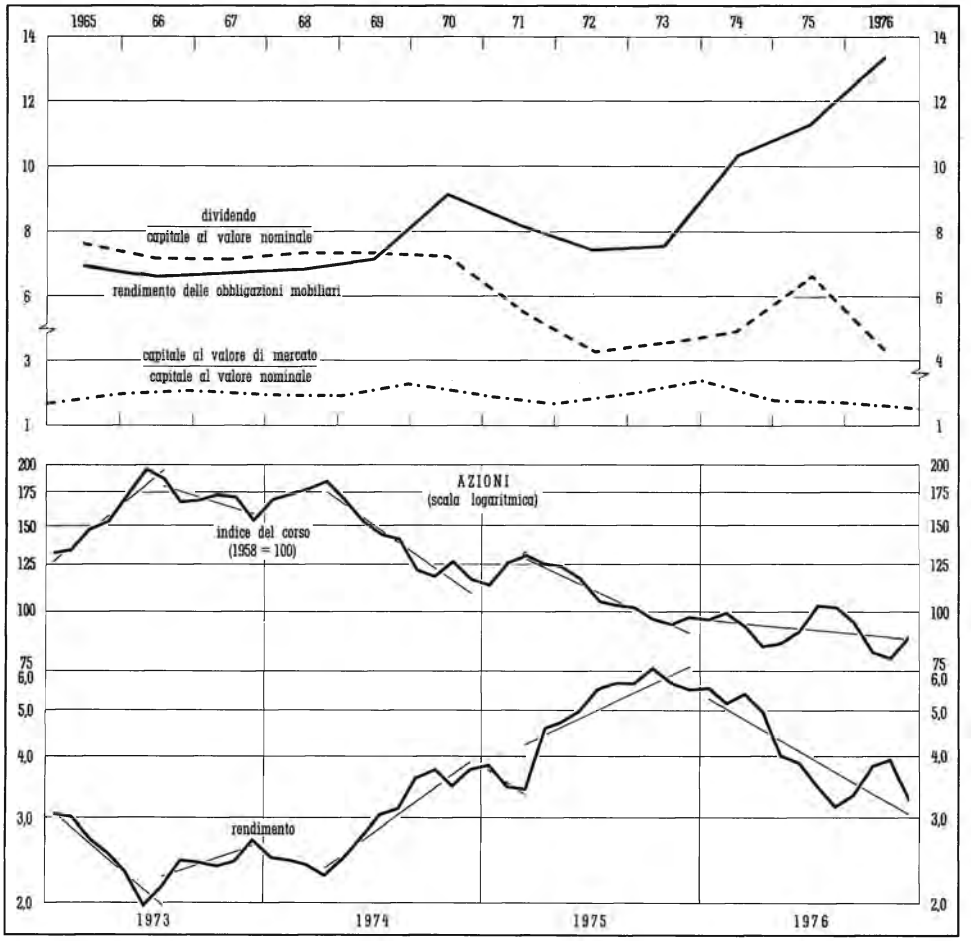
Società emittenti	Miliardi di lire				Composizione %			
	1973	1974	1975	1976	1973	1974	1975	1976
QUOTATE	502	114	208	268	*23,0*	*14,0*	*12,3*	*13,7*
con prevalente partecipazione statale	73	59	133	119	*3,4*	*7,3*	*7,9*	*6,1*
private: principali	353	36	29	143	*16,2*	*4,4*	*1,7*	*7,3*
altre	76	19	46	6	*3,4*	*2,3*	*2,7*	*0,3*
NON QUOTATE	1.680	701	1.484	1.691	*77,0*	*86,0*	*87,7*	*86,3*
con prevalente partecipazione statale	699	78	399	577	*32,0*	*9,6*	*23,6*	*29,4*
private: principali	190	98	196	219	*8,7*	*12,0*	*11,6*	*11,2*
altre	791	525	889	895	*36,3*	*64,4*	*52,5*	*45,7*
TOTALE	2.182	815	1.692	1.959	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
con prevalente partecipazione statale	772	137	532	696	*35,4*	*16,9*	*31,5*	*35,5*
private: principali	543	134	225	362	*24,9*	*16,4*	*13,3*	*18,5*
altre	867	544	935	901	*39,7*	*66,7*	*55,2*	*46,0*

Le società quotate in borsa hanno lievemente aumentato la loro modesta partecipazione al mercato primario (13,7 per cento nel 1976, contro 12,3 per cento nel 1975). Tuttavia questo leggero incremento non è stato sufficiente a rovesciare la tendenziale caduta del capitale delle società quotate rispetto al totale (tav. M 10).

Lo scarso interesse delle società a ottenere la quotazione in borsa e la crescente difficoltà di emissione per le società quotate, per l'abbassamento del rapporto tra il valore di mercato e il valore nominale, sono un aspetto della grave crisi della borsa e sollecitano la prosecuzione e il completamento di una vasta azione di riforma. Occorre promuovere il potenziamento dell'attività della Consob con particolare riguardo alla certificazione dei bilanci, al miglioramento dell'informazione sulle società, al funzionamento del mercato ristretto, a una piú precisa conoscenza della situazione tecnica del mercato, al controllo dell'attività di intermediazione e in generale all'ampliamento del mercato. E' inoltre opportuno modificare il trattamento fiscale

degli utili azionari, allargare le possibilità di emissione delle azioni di risparmio e regolamentare i fondi comuni di investimento. Si creerebbero cosí le condizioni per attirare, una volta ricostituito l'equilibrio dei conti economici delle imprese, l'interesse degli investitori istituzionali e dei risparmiatori privati; il mercato azionario avrebbe quindi un ruolo maggiore nel collegamento diretto tra i centri di formazione del risparmio e i centri di decisione dell'investimento (fig. M 5).

Fig. M 5



Corsi e rendimenti delle azioni e dei titoli a reddito fisso

Da un'indagine sulle società che hanno collocato azioni nel quinquennio 1972-76 è risultato che il capitale sociale appartiene per il 78 per cento al settore pubblico e a società per azioni private, per l'11 per cento a non residenti e per il restante 11 per cento a risparmiatori privati italiani. Queste cifre indicano che il flusso diretto di risparmio

dalle famiglie alle imprese attraverso il canale azionario è molto modesto. Pertanto i fondi raccolti a titolo di capitale di rischio sono in gran parte forniti da altre imprese. La partecipazione dei risparmiatori privati italiani risulta del 33 per cento nelle società quotate (contro il 6 per cento nelle società non quotate); ciò conferma l'esigenza di migliorare l'efficienza dei mercati secondari per incoraggiare l'investimento azionario da parte del pubblico.

Se si considera la distribuzione per rami di attività economica, risulta che le industrie meccaniche hanno registrato un notevole aumento delle emissioni nette (dal 20 per cento nel 1975 al 39 per cento nel 1976). Il forte incremento della quota del settore meccanico si ripercuote in una generale tendenza alla diminuzione dell'importanza relativa degli altri rami di attività economica, salvo qualche eccezione (le industrie tessili sono passate dall'8 per cento nel 1975 all'11 per cento nel 1976). In particolare, la quota delle società finanziarie, assicurative e di previdenza è scesa all'8 per cento (10 per cento nel 1975), quella delle industrie chimiche al 7 per cento (11 per cento nel 1975) e quella della metallurgia al 2 per cento (11 per cento nel 1975). Il settore degli olî minerali e idrocarburi ha ulteriormente ridotto la sua partecipazione relativa al mercato primario (2 per cento nel 1976, contro 4 per cento nel 1975 e 7 per cento nel 1974) (tav. aM 6).

Le azioni di risparmio, introdotte con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, cominciano a essere favorevolmente considerate dalle società e dal pubblico. Esse presentano alcune caratteristiche vantaggiose, rispetto alle azioni ordinarie e privilegiate, quali l'anonimato, l'inclusione del dividendo pagato fra gli elementi di costo, la minore imposta cedolare, la previsione di un dividendo superiore del 2 per cento a quello corrisposto sull'azione ordinaria e la cumulabilità del dividendo per tre esercizi.

Nei primi mesi del 1977 le emissioni azionarie hanno continuato a espandersi come nell'anno precedente, riflettendo la volontà delle imprese di proseguire nell'azione di miglioramento della struttura delle loro passività. Le emissioni effettuate in borsa continuano a essere accolte con scarso interesse dai risparmiatori.

Domanda di azioni e attività dei fondi comuni di investimento. — L'indagine annuale sulla domanda di titoli azionari ha mostrato una notevole diminuzione della quota dell'« estero » (15,2 per cento, contro 23,2 nel 1975) e, di converso, un aumento della quota dei privati residenti (25,8 per cento, contro 20,4 nel 1975). Questo spostamento ha interessato sia le azioni quotate sia quelle non quotate, ed è dovuto principalmente all'entrata in vigore della normativa sul rientro dei capitali, la quale ha determinato una revisione della classificazione degli

investitori che prima figuravano sotto nominativo estero. Si sono lievemente accresciute le quote delle « società », del « sistema bancario » e degli « altri intermediari finanziari » (tavv. M 10 e aM 7).

Tav. M 10

AZIONI PER CATEGORIE DI POSSESSORI (1)

(consistenze a fine anno; ripartizione percentuale; totale in miliardi di lire)

Categorie di possessori	Media annua 1963-72	1973	1974	1975	1976
Privati	*30,8*	*22,4*	*21,1*	*20,4*	*25,8*
Società	*45,2*	*48,3*	*51,1*	*50,0*	*52,2*
Estero	*18,7*	*22,0*	*20,7*	*23,2*	*15,2*
Sistema bancario	*3,5*	*4,8*	*4,4*	*3,8*	*4,0*
Altri intermediari finanziari	*1,8*	*2,5*	*2,7*	*2,6*	*2,8*
Totale	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*
quotate	*43,9*	*33,1*	*32,6*	*30,6*	*28,9*
non quotate	*56,1*	*66,9*	*67,4*	*69,4*	*71,1*
Totale al valore di mercato	17.714	26.355	25.500	20.979	20.720

(1) Per una maggiore analisi si veda la tavola aM 7.

L'attività dei fondi comuni d'investimento è stata influenzata dalla brusca variazione del tasso di cambio avvenuta nel primo trimestre dell'anno sotto rassegna. Il patrimonio netto degli undici fondi esaminati è passato da 362 miliardi alla fine del 1975 a 417 miliardi alla fine del 1976, facendo segnare un aumento del 15 per cento. Tuttavia, confrontando il valore in dollari del patrimonio netto dello stesso campione, si registra una diminuzione del 10 per cento (476 milioni di dollari a fine 1976, contro 529 milioni di dollari a fine 1975; tav. M 11).

A seguito della forte caduta dei corsi azionari italiani, il valore di mercato delle azioni italiane in possesso degli undici fondi è diminuito da 145 miliardi a fine 1975 a 127 miliardi a fine 1976. Il rapporto fra azioni italiane e patrimonio netto ha subíto una sensibile diminuzione passando dal 40 per cento a fine 1975 al 30 per cento a fine 1976; il totale dei titoli italiani si è rapportato al patrimonio netto nella misura del 35 per cento, contro il 43 per cento a fine 1975. Pertanto, la quota di titoli esteri nel portafoglio dei fondi in esame è notevolmente cresciuta, contrariamente all'esperienza degli anni precedenti.

Il valore medio ponderato delle parti è aumentato del 19 per cento circa, nonostante l'andamento del mercato azionario italiano e di alcune borse estere, traendo vantaggio dalla caduta del tasso di cambio della lira. Il valore di mercato delle azioni estere in possesso dei fondi è salito del 59 per cento (188 miliardi a fine 1976, contro 118 miliardi a fine 1975) per effetto soprattutto di rilevanti acquisti.

Tav. M 11

FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO (1)

(valori di bilancio di fine periodo in miliardi di lire)

Voci	1974 dic.	1975				1976			
		mar.	giu.	set.	dic.	mar.	giu.	set.	dic.
Azioni	184	238	248	231	263	329	323	304	315
Altri titoli	72	74	60	62	55	42	46	52	57
Totale azioni e altri titoli	**256**	**312**	**308**	**293**	**318**	**371**	**369**	**356**	**372**
Titoli italiani	*135*	*161*	*153*	*151*	*157*	*142*	*146*	*144*	*146*
Titoli esteri	*121*	*151*	*155*	*142*	*161*	*229*	*223*	*212*	*226*
Liquidità	**75**	**55**	**49**	**54**	**44**	**45**	**43**	**46**	**45**
PATRIMONIO NETTO	**331**	**367**	**357**	**347**	**362**	**416**	**412**	**402**	**417**

(1) Riguarda: Capital Italia, Fonditalia, Interfund, Interitalia, International Securities Fund, Italamerica, Italfortune, Italunion, Mediolanum, Rominvest e Tre " R ".

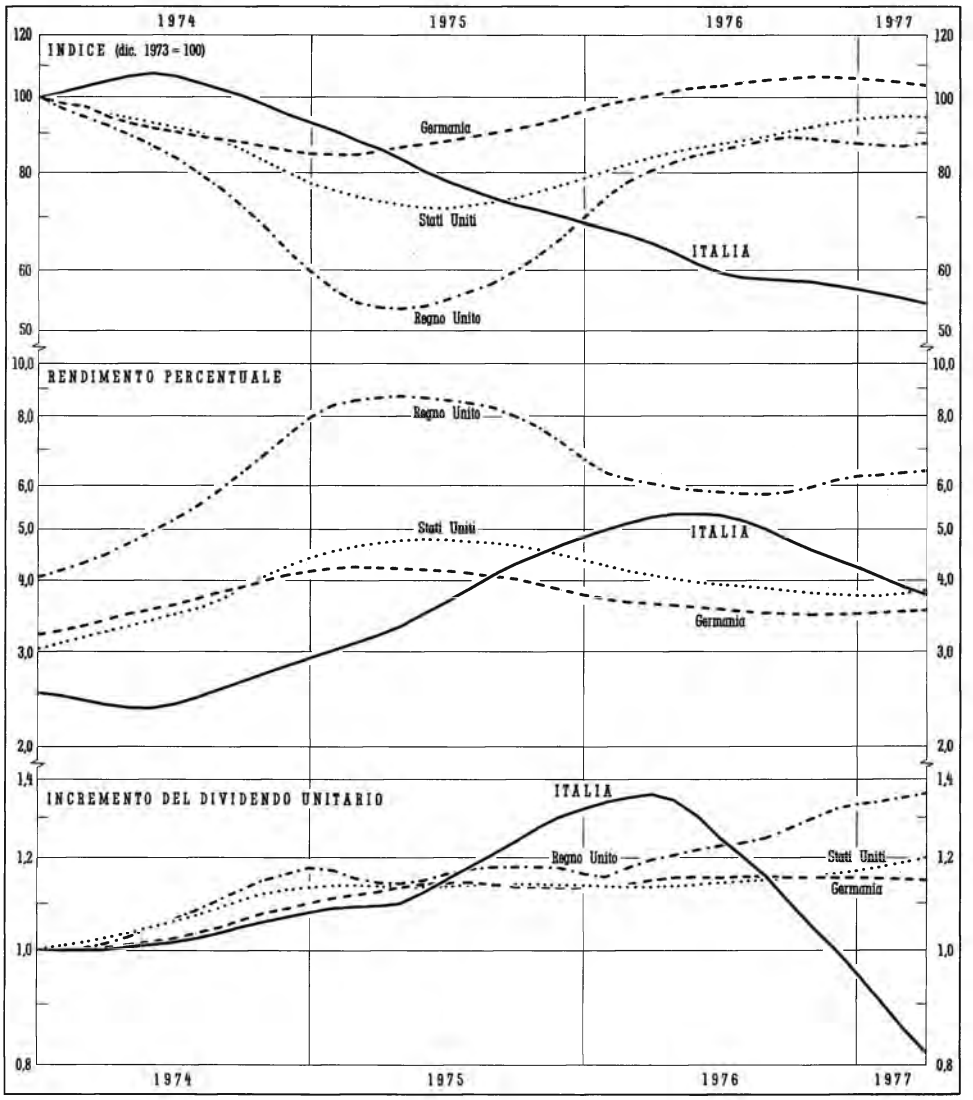
Mentre la ripartizione fra titoli italiani ed esteri si è notevolmente modificata, la composizione, per tipo di attività finanziaria, del patrimonio netto dei fondi esaminati non è sostanzialmente mutata. Infatti, le azioni costituivano a fine 1976 il 75 per cento del patrimonio netto (73 per cento a fine 1975 e 56 per cento a fine 1974); gli altri titoli rappresentavano il 14 per cento (15 per cento a fine 1975 e 22 per cento a fine 1974) e la liquidità l'11 per cento (12 per cento a fine 1975 e 22 per cento a fine 1974).

Quotazioni azionarie. — I corsi delle azioni hanno subíto nel 1976 un'ulteriore flessione, confermando una tendenza triennale. L'indice azionario (1958 = 100) è passato da 97,3 nel dicembre del 1975 a 88,7 nel dicembre del 1976, con una riduzione del 9 per cento (contro una diminuzione del 16 per cento nel 1975 e del 25 per cento nel 1974). Contrariamente al 1975, quando la flessione dei corsi nel nostro paese era in contrasto con i progressi degli indici di borsa dei principali paesi

industriali, nell'anno considerato si è avuta una concordanza con l'andamento discendente dei corsi all'estero, molto forte nel Regno Unito, piú moderato nella Germania federale e quasi trascurabile negli Stati Uniti. In Italia, peraltro, i corsi hanno presentato una maggiore variabilità (tav. aM 11).

Nei primi mesi dell'anno, il deprezzamento della lira ha avuto un effetto positivo sui corsi. In marzo, invece, l'indice azionario è disceso sensibilmente, fino al raggiungimento di un minimo ventennale, per

Fig. M 6



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

effetto della forte riduzione dei dividendi, dell'instabilità della situazione politica e del rapido aumento dei tassi dell'interesse. La speculazione al ribasso ha trovato in questa situazione negativa un terreno favorevole per accelerare la flessione dei corsi finché, il 14 aprile, è intervenuta una delibera della Consob che, allo scopo di frenare eccessi speculativi, ha imposto l'obbligo di depositare presso la Banca d'Italia i titoli venduti o una somma pari al 90 per cento del loro valore entro tre giorni dalla contrattazione.

Dal mese di giugno, dopo le elezioni politiche, si è registrato un breve movimento al rialzo, incoraggiato dai miglioramenti dei conti aziendali e da una certa distensione sul mercato monetario e obbligazionario. Da agosto in poi i corsi si sono nuovamente orientati al ribasso per le incertezze dell'andamento congiunturale e per l'aumento dell'imposta cedolare sui dividendi che ha aggravato la discriminazione fiscale a danno degli azionisti. Dopo aver raggiunto un nuovo minimo nel mese di novembre, l'indice si è momentaneamente ripreso anche per effetto dell'annuncio dell'accordo tra la Fiat e il governo libico.

La campagna dei dividendi ha avuto esito estremamente negativo, riflettendo l'abbassamento dei profitti dell'anno precedente. La caduta dei dividendi distribuiti dalle società del campione utilizzato dalla Banca d'Italia è stata tanto ampia (123 miliardi nel 1976, contro 216 miliardi nel 1975 e 161 nel 1974) da provocare un forte abbassamento del rendimento percentuale delle azioni, nonostante la contemporanea riduzione dei corsi. L'ampiezza della caduta è messa in particolare evidenza dai confronti internazionali del rendimento azionario e del dividendo unitario (fig. M 6).

Nei primi mesi del 1977 è continuata la tendenza al ribasso dei corsi, negativamente influenzati dalle incertezze di natura economica e politica, pur in presenza di una campagna dei dividendi molto piú soddisfacente di quella del 1976.

L'attività delle imprese di assicurazione.

La raccolta delle imprese di assicurazione, misurata dai premi del lavoro diretto italiano, è cresciuta nel 1976 a un tasso del 25 per cento circa (contro il 19 per cento nel 1975), cioè in linea con l'incremento del reddito nazionale. Il ritmo di crescita è stato pressoché analogo nei due rami « vita » e « danni ». La quota di risparmio delle

famiglie impiegata in assicurazioni « vita » è rimasta pari al 2 per cento delle nuove attività finanziarie del pubblico: una partecipazione modesta se raffrontata con quella che caratterizza gli altri maggiori paesi.

La formazione di nuove disponibilità di bilancio per i due rami, comprendendo anche le rappresentanze di imprese italiane all'estero, è valutata per il 1976 in 1.100 miliardi circa. Il dato piú significativo dei bilanci dell'anno è il fortissimo incremento della liquidità, pari a 400 miliardi in valore assoluto e al 75 per cento in valore percentuale. La crescita è solo in minima parte (circa 70 miliardi) attribuibile agli accordi sindacali del 1975, che hanno stabilito l'accantonamento di fondi, non ancora utilizzati, per investimenti nell'edilizia convenzionata e sovvenzionata. Nel ramo « danni » la liquidità copre ormai una quota prossima al 20 per cento degli impieghi (tav. M 12).

Tav. M 12

IMPIEGHI DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE (1)

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	Vita		Danni		Totale	
	1975	1976 (2)	1975	1976 (2)	1975	1976 (2)
Immobili	385,4	147,4	286,2	168,1	671,6	315,5
Titoli in lire e valuta (3)	36,6	190,5	116,3	85,3	152,9	275,8
Mutui (4)	118,7	80,5	1,5	2,0	120,2	82,5
Depositi e contante	59,5	151,6	26,2	249,4	85,7	401,0
TOTALE	**600,2**	**570,0**	**430,2**	**504,8**	**1.030,4**	**1.074,8**

(1) Si considera l'attività svolta in Italia e all'estero dalle compagnie italiane, compreso l'INA, nonché quella svolta in Italia dalle rappresentanze di compagnie estere. – (2) Dati stimati. – (3) Valori di bilancio; i titoli in valuta riguardano emittenti italiani e esteri. – (4) Inclusi lo sconto di annualità statali e i prestiti su polizza e contro cessione di stipendio.

La propensione alla liquidità si nota anche negli impieghi in titoli, tra i quali gli acquisti netti dei buoni ordinari del Tesoro sono risultati superiori alla variazione complessiva dei titoli italiani in portafoglio. Per le altre categorie di titoli italiani a reddito fisso si registrano essenzialmente le svalutazioni dovute alla discesa dei corsi durante l'anno; si rilevano anche aggiustamenti di portafoglio per l'acquisto di modesti quantitativi di titoli degli istituti di credito immobiliare e dell'ENEL. Per quanto riguarda i titoli azionari in lire, si riscontra qualche acquisto netto, peraltro localizzato, nel ramo « vita ». Nel complesso, anche gli impieghi in forma azionaria hanno risentito della caduta dei corsi (tav. M 13).

Tav. M 13

TITOLI, MUTUI E ANNUALITA' DEL SETTORE ASSICURATIVO

(valori di bilancio in miliardi di lire)

Voci	Situazione a fine			Variazioni nell'anno	
	1974	1975	1976 (6)	1975	1976 (6)
Titoli di Stato	*110,2*	*80,2*	*140,1*	*–30,0*	*59,9*
Buoni del Tesoro (1)	105,0	57,2	116,1	–47,8	58,9
Consolidati e redimibili (2)	5,2	23,0	24,0	17,8	1,0
Obbligazioni per c/Tesoro (3)	*66,7*	*67,0*	*64,0*	*0,3*	*–3,0*
Obbligazioni	*559,3*	*626,2*	*603,9*	*66,9*	*–22,3*
Istituti speciali: mobiliari	229,1	273,5	218,8	44,4	–54,7
immobiliari	184,7	184,9	196,9	0,2	12,0
ENEL, ENI, IRI	90,5	113,9	139,1	23,4	25,2
Enti territoriali	3,8	10,3	15,6	6,5	5,3
Emissioni varie	51,2	43,6	33,5	–7,6	–10,1
Azioni e partecipazioni	*447,7*	*474,0*	*478,3*	*26,3*	*4,3*
Totale titoli (4)	**1.183,9**	**1.247,4**	**1.286,3**	**63,5**	**38,9**
Mutui	*441,2*	*553,3*	*637,4*	*112,1*	*84,1*
a: Enti territoriali	296,1	370,5	426,6	74,4	56,1
Istituti case popolari e coop.edilizie	27,5	29,8	30,7	2,3	0,9
Altri (5)	117,6	153,0	180,1	35,4	27,1
Annualità	*33,0*	*41,0*	*39,4*	*8,0*	*–1,6*
Totale mutui e annualità	**474,2**	**594,3**	**676,8**	**120,1**	**82,5**
TOTALE	**1.658,1**	**1.841,7**	**1.963,1**	**183,6**	**121,4**

(1) Comprende buoni del Tesoro poliennali e BOT. – (2) Comprende i certificati del Tesoro emessi per il ripianamento dei debiti degli enti mutualistici (18,6 miliardi nel 1975 e 20,6 nel 1976). – (3) Comprese le obbligazioni delle aziende autonome statali. – (4) Esclusi i titoli in valuta di emittenti italiani e esteri. – (5) Compresi i prestiti su polizza e contro cessione di stipendio. – (6) Dati stimati.

Assai pronunciata la crescita, espressa in lire, degli impieghi in titoli esteri, che sono in gran parte posseduti dalle rappresentanze all'estero. L'incremento è da attribuire solo in parte all'effetto della svalutazione della lira e rispecchia anche un rilevante volume di acquisti. Se si considerano invece solo le imprese operanti in Italia, si rilevano alcuni disinvestimenti netti, realizzati per ottemperare al provvedimento di riduzione del massimale dei conti autorizzati in valuta.

La diminuzione dei nuovi impieghi in immobili è dovuta solo alla circostanza che nel 1975 erano state contabilizzate rivalutazioni del patrimonio immobiliare per un importo di 454 miliardi. Al netto delle

rivalutazioni, compiute per una piccola quota anche nel 1976, gli acquisti immobiliari segnano invece un leggero incremento rispetto all'anno precedente. I mutui erogati dall'INA, soprattutto a favore di enti territoriali, sono stati minori che nel 1975, anno di particolare sviluppo.

La stima degli impieghi del settore assicurativo per il 1976 è effettuata sulla base di dati provvisori forniti dall'INA e dall'ANIA. Questi ultimi riguardano un campione costituito dalle maggiori imprese, e sono pertanto sufficientemente rappresentativi, soprattutto nel ramo « vita », anche se una certa cautela è consigliabile nell'utilizzo delle stime.

(N) L'attività degli istituti di credito speciale

Nel 1976 l'attività di intermediazione degli istituti di credito speciale ha registrato un rallentamento, manifestatosi soprattutto nella parte centrale dell'anno. La consistenza degli impieghi sull'interno, al netto delle operazioni del Crediop per conto del Tesoro, si è accresciuta di 5.020 miliardi, pari a un tasso annuo del 13,4 per cento, rispetto ai 6.072 miliardi e al 19,3 per cento del 1975; gli impieghi sull'estero hanno invece avuto un andamento opposto passando da 220 miliardi nel 1975 a 482 nell'anno in esame. La raccolta di fondi con emissioni obbligazionarie, che costituisce la principale forma di provvista degli istituti, si è ridotta da 5.410 a 4.163 miliardi (tav. N 1).

Quanto ai singoli comparti, la riduzione degli impieghi, comprendendo anche quelli sull'estero, ha riguardato gli istituti per il credito all'industria e quelli per il finanziamento alle opere pubbliche; l'attività degli istituti di credito fondiario si è invece mantenuta sui valori dell'anno precedente e ha registrato un lieve incremento quella degli istituti agrari. Dal lato della provvista, il minor ricorso al mercato ha interessato gli istituti di credito mobiliare, che hanno aumentato la consistenza dei titoli e dei depositi di 2.564 miliardi contro 4.712 nel 1975. Una flessione molto piú contenuta ha presentato la raccolta degli istituti agrari e delle sezioni per le opere pubbliche, mentre quella degli istituti fondiari ha avuto un notevole incremento (tav. aN 8).

L'andamento degli impieghi ha risentito limitatamente del maggior flusso di investimenti in termini monetari effettuato dalle imprese nel 1976, poiché l'erogazione dei fondi da parte degli istituti speciali segue, con un intervallo medio di due o tre trimestri, l'esecuzione dell'investimento, che viene di norma prefinanziato con credito a breve termine.

La diminuzione della raccolta è stata principalmente determinata dalla caduta della domanda di titoli sul mercato finanziario; gli istituti speciali hanno cosí potuto collocare obbligazioni quasi esclusivamente presso le aziende di credito: i due terzi delle emissioni lorde sono stati effettuati nei mesi di verifica del vincolo di portafoglio. In particolare, le aziende di credito hanno preferito le obbligazioni fondiarie e agrarie, acquistandone per un importo superiore di 670 miliardi al *plancher* stabilito dal vincolo di portafoglio. Le banche hanno in tal modo sostenuto l'attività di intermediazione delle sezioni

Tav. N 1

SITUAZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

(miliardi di lire)

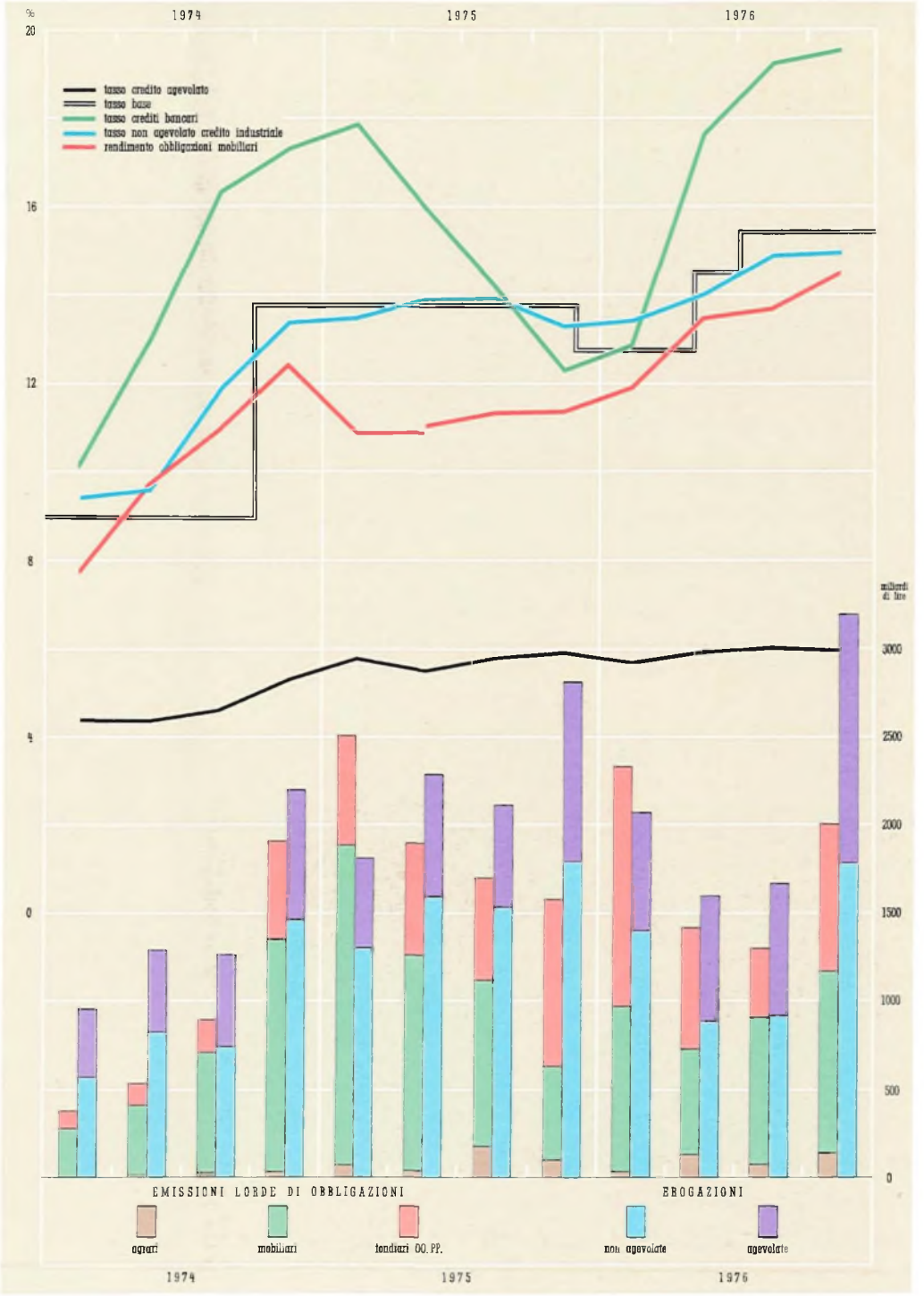
Voci	Consistenza dicembre 1976	Variazioni						
		1974	1975			1976		
			semestri		anno	semestri		anno
			I	II		I	II	
ATTIVITA'								
Impieghi: sull'interno (1) . . .	42.596	3.245	2.694	3.378	6.072	2.091	2.929	5.020
sull'estero	1.771	70	75	145	220	270	212	482
p.c. Tesoro	13.209	748	365	1.752	2.117	–35	–366	–401
Titoli di proprietà	1.460	–1	586	169	755	–91	–52	–143
di cui: BOT	*480*	*23*	*521*	*144*	*665*	*–86*	*–134*	*–220*
Cassa e disponibilità	9.105	355	1.324	–468	856	408	–374	34
di cui: B.I. in valuta (2) (3)	*3.845*	*1.426*	*–439*	*–68*	*–507*	*–26*	*–175*	*–201*
B.I. in lire (2)	*525*	*–497*	*521*	*129*	*650*	*–195*	*–56*	*–251*
Aziende di credito .	*4.585*	*–555*	*1.316*	*–614*	*702*	*642*	*–119*	*523*
Altri	*150*	*–19*	*–74*	*85*	*11*	*–13*	*–24*	*–37*
Altre (4)	1.880	524	–549	–1.134	–1.683	374	–251	123
Totale	**70.021**	**4.941**	**4.495**	**3.842**	**8.337**	**3.017**	**2.098**	**5.115**
PASSIVITA'								
Obbligazioni (5): ordinarie . .	38.749	2.153	3.217	2.193	5.410	2.548	1.615	4.163
p.c. Tesoro .	13.589	619	207	1.569	1.776	–60	–209	–269
Depositi e buoni fruttiferi . .	4.269	228	1.033	–99	934	22	167	189
C/c aziende di credito	1.378	54	–114	134	20	–186	184	–2
Fondi pubblici (6)	2.960	174	170	96	266	243	190	433
Prestiti in valuta (3)	5.682	1.443	–299	–101	–400	87	–2	85
Patrimonio (7)	2.889	246	281	41	322	348	140	488
Risconto	505	24	–	9	9	15	13	28

(1) Compresi finanziamenti ammassi. – (2) L'ammontare di questi depositi, desunto dalla situazione della Banca d'Italia, differisce da quello segnalato dagli istituti essenzialmente per sfasamenti temporali di contabilizzazione. – (3) Per il 1976 le variazioni sono al netto delle modificazioni del tasso di cambio. – (4) Questa posta a saldo risente anche dell'effetto delle modifiche introdotte nelle voci di cui alle note (2), (3) e (5) rispetto a quelle del bilancio degli istituti. – (5) Solo in questa tavola le variazioni sono al netto degli scarti di collocamento. Sono comprese anche le emissioni effettutate dal Mediocredito centrale. – (6) Inclusi anche i fondi provenienti dalle regioni, dalla Cassa per il Mezzogiorno (fondi propri) e dal Mediocredito centrale. – (7) Capitale versato e riserve.

e degli istituti di credito fondiario, in particolare consentendo loro di collocare un elevato volume di titoli in gennaio, cioè nell'ultimo mese di validità del vecchio sistema che non prevedeva una specifica autorizzazione per l'emissione delle cartelle.

Il profilo temporale dell'attività degli istituti speciali nel corso del 1976 mostra un accentramento nel primo e nell'ultimo trimestre sia

OBBLIGAZIONI, EROGAZIONI E TASSI MEDI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE



nel collocamento delle obbligazioni, sia nei finanziamenti erogati (figura N 1). L'elevato livello di intermediazione del primo trimestre, allorché gli impieghi sull'interno sono cresciuti al tasso del 18,9 per cento in ragione d'anno, è dipeso dall'indicata maggiore attività degli istituti di credito fondiario e per le opere pubbliche. Il rallentamento nel semestre centrale trova spiegazione nelle minori possibilità di collocamento dei titoli tramite il vincolo di portafoglio, connesse con la decelerazione nella formazione dei depositi bancari, e nell'assenza del pubblico dal mercato; il tasso di crescita degli impieghi è sceso al 7,8 per cento. In questo periodo dell'anno, il clima di incertezza sull'evoluzione dei prezzi e dei tassi di interesse può anche avere indotto gli imprenditori a differire l'assunzione di mutui a lungo termine, poiché il costo sarebbe potuto risultare troppo oneroso nel caso di una discesa del tasso a lunga o di un contenimento dell'inflazione.

La ripresa delle erogazioni registrata negli ultimi tre mesi del 1976 (tasso pari al 20,3 per cento) è stata sostenuta dai maggiori collocamenti di titoli presso il sistema bancario e dalla introduzione in ottobre di limiti all'espansione degli impieghi delle aziende di credito. Questo provvedimento ha spinto le imprese, in presenza di una situazione di stazionarietà dei tassi di interesse e della ripresa delle tensioni inflazionistiche, ad accelerare il consolidamento di esposizioni a breve termine; le stesse banche, inoltre, hanno favorito tali operazioni di consolidamento trovando vantaggioso trasferire agli istituti speciali posizioni debitorie di imprese, in contropartita di obbligazioni valide per il soddisfacimento del vincolo di portafoglio, riducendo cosí gli effetti dei limiti operativi loro imposti.

Questa tendenza sembra confermata dalla ripresa, in novembre e soprattutto in dicembre, delle operazioni a tassi di mercato che erano risultate assai contenute nel semestre precedente. Le operazioni a tasso agevolato, invece, favorite da sufficienti disponibilità dei contributi agli interessi e da un rapido adeguamento dei tassi di riferimento, sono fortemente aumentate nell'anno, eccettuate quelle per l'industrializzazione del Mezzogiorno, le quali hanno risentito delle difficoltà di avvio della nuova legge che disciplina gli incentivi creditizi gestiti dalla Cassa per il Mezzogiorno.

Nel 1977 la domanda di fondi agli istituti di credito speciale, in dipendenza dell'elevato incremento in valore degli investimenti realizzati nel 1976 e dei massimali imposti ai finanziamenti erogati dalle

aziende di credito, dovrebbe presentare una ripresa collocandosi sui livelli del 1975. Le occorrenze finanziarie degli istituti, ove non si modifichi la preferenza del pubblico a detenere attività finanziarie a breve termine, potranno essere assicurate dalle sottoscrizioni di titoli da parte delle banche. Nel primo trimestre dell'anno in corso gli istituti hanno difatti collocato titoli presso le aziende di credito per un netto ricavo di circa 1.800 miliardi, utilizzato solo in parte per finanziare gli impieghi (1.250 miliardi).

Per favorire la ripresa della domanda di titoli da parte del pubblico si ripropone l'opportunità di offrire sul mercato strumenti aventi caratteristiche innovative, quali il tasso di interesse variabile o l'indicizzazione del capitale investito, o un tasso di rendimento immediato prossimo a quello effettivo. Pur considerando che una completa riattivazione del mercato obbligazionario presuppone la ricostituzione di una struttura normale dei rendimenti delle attività finanziarie secondo la durata, si ritiene che l'offerta di strumenti di raccolta a piú breve termine (ad esempio 2 o 3 anni) può incontrare, in un periodo di aspettative incerte, maggiore interesse da parte dei privati. Questa politica, realizzabile essenzialmente per gli istituti esercenti il credito mobiliare, pur imponendo loro una certa trasformazione delle scadenze, sarebbe coerente con la tendenza, rilevata nell'ultimo quinquennio, a una riduzione della durata dei mutui.

L'attività di provvista e la gestione della liquidità.

L'ammontare complessivo di fondi affluito agli istituti speciali nel 1976 è stato pari a 6.797 miliardi, rispetto agli 8.176 del 1975. La raccolta netta effettuata con emissioni di titoli a reddito fisso, pur risultando inferiore a quella realizzata nel 1975, ha rappresentato il 79,4 per cento del totale dei mezzi finanziari, percentuale pressoché uguale a quella registrata nel biennio precedente (tav. N.2).

Le difficoltà del mercato dei capitali si sono riflesse negativamente anche sulla raccolta di depositi a medio termine, passata da 934 miliardi nel 1975 a 189 miliardi nell'anno in esame; la partecipazione di questi al totale della provvista si è pertanto ridotta dall' 11,4 al 2,8 per cento. I nuovi certificati di deposito sono stati sottoscritti dalle aziende di credito in relazione al vincolo di portafoglio per circa 250 miliardi compensando cosí i rimborsi richiesti dal pubblico. Tra gli altri

strumenti di raccolta, i fondi pubblici, che comprendono anche i rifinanziamenti del Mediocredito centrale, hanno superato i 400 miliardi, importo pari a circa il doppio di quello dell'anno precedente. Il ricorso ai prestiti esteri, al netto dei rimborsi di quelli in scadenza, è ammontato a 85 miliardi di lire (— 400 miliardi nel 1975), indicando un miglioramento della possibilità di accesso al mercato internazionale da parte degli operatori italiani.

Tav. N 2

MEZZI DI PROVVISTA DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

(composizioni percentuali delle variazioni)

Forme tecniche / Settori di origine	1974	1975			1976		
		semestri		anno	semestri		anno
		I	II		I	II	
FORME TECNICHE							
Obbligazioni (1)	77,4	69,9	95,4	78,5	83,9	74,2	79,4
Depositi e buoni fruttiferi	7,1	19,1	–3,6	11,4	0,6	5,2	2,8
Fondi dal Mediocredito centrale	5,4	1,1	2,3	1,5	1,4	2,4	1,8
Prestiti in valuta (2)	0,6	2,5	–1,2	1,3	3,2	5,4	4,2
Patrimonio	7,6	5,2	1,5	3,9	9,7	4,4	7,2
Altre	1,9	2,2	5,6	3,4	1,2	8,4	4,6
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
SETTORI DI ORIGINE							
Privati e società	–54,5	23,0	–5,8	13,2	–6,9	–1,7	–4,5
Banca d'Italia e UIC	1,9	–0,5	0,6	–0,1	0,9	2,1	1,5
Aziende di credito	141,5	60,2	103,3	74,7	88,1	84,4	86,4
Altre istituzioni creditizie (3)	3,0	7,6	2,0	5,7	8,4	4,9	6,7
Settore pubblico	7,2	7,3	1,6	5,4	6,2	4,9	5,6
Estero (2)	0,9	2,4	–1,7	1,1	3,3	5,4	4,3
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Totale (in miliardi di lire)	3.227	5.419	2.757	8.176	3.602	3.195	6.797

(1) Al netto delle obbligazioni per conto del Tesoro e di quelle emesse dal Mediocredito centrale il cui importo è diminuito di 100 miliardi nel 1976 (aumentato di 108 miliardi nel 1975). – (2) Al netto dei prestiti compensativi vincolati presso la Banca d'Italia, diminuiti di 207 miliardi nel 1976 e di 506 nel 1975. Per il 1976 i valori sono al netto della variazione del tasso di cambio. – (3) Istituti di credito speciale e istituti assicurativi.

In un anno in cui la partecipazione dei privati alla provvista degli istituti è risultata pressoché nulla, ed è rimasta su livelli modesti quella degli altri settori, si è incrementato l'apporto delle aziende di credito, che ha rappresentato l' 86,4 per cento del totale della raccolta (74,7 nel 1975). Ciò ha comportato un ulteriore accrescimento dell'esposi-

zione degli istituti speciali verso il sistema bancario (pari al 57 per cento del loro passivo a fine dicembre 1976), confermando la stretta dipendenza operativa fra il comparto del credito a medio e a lungo termine e quello a breve (tav. N 3).

Tav. N 3

APPORTO DI FONDI DELLE AZIENDE DI CREDITO ALLA PROVVISTA DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE (1)

(rapporti percentuali)

Anni	Incidenza dell'apporto di fondi		
	su provvista istituti (2)	su impieghi istituti	su depositi aziende di credito
	(sulle consistenze di fine periodo)		
1951	16,4	19,2	4,7
1961	24,7	28,6	9,5
1971	32,8	39,0	15,7
1972	32,8	38,5	15,3
1973	39,7	48,3	19,4
1974	48,8	58,7	22,5
1975	53,3	65,5	24,0
1976	57,2	71,7	24,4
	(sulle variazioni nel periodo)		
1952-61	26,5	30,6	11,0
1962-71	34,9	41,8	17,8
1972	32,9	35,4	12,9
1973	62,2	86,2	36,7
1974	141,5	141,6	39,2
1975	74,7	101,9	30,2
1976	(3) 86,4	117,3	26,4

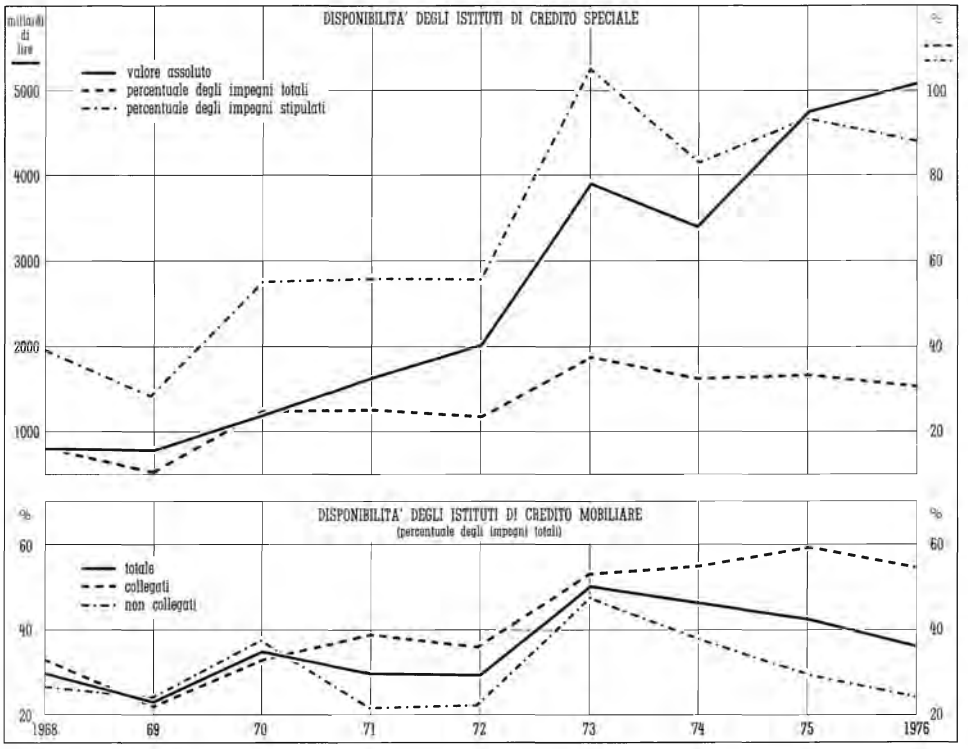
(1) L'apporto di fondi comprende le sottoscrizioni di obbligazioni, al netto di quelle relative ad operazioni per conto del Tesoro, i finanziamenti in conto corrente e le partecipazioni al capitale degli istituti, nonché i depositi a medio termine sottoscritti in ottemperanza del vincolo di portafoglio. – (2) Esclusi i prestiti compensativi depositati presso la banca centrale. – (3) Al netto della variazione del tasso di cambio sulla provvista in valuta.

Le disponibilità degli istituti di credito speciale, costituite dai depositi presso le aziende di credito e dai BOT in portafoglio, hanno presentato un incremento anche nel 1976, passando da 4.760 miliardi a fine 1975 a 5.070 miliardi (fig. N 2). La tendenza non è stata però uniforme nei diversi comparti: gli istituti mobiliari hanno ridotto nell'anno le loro attività liquide di 150 miliardi, gli altri (fondiari, opere pubbliche e agrari) le hanno accresciute di 460 miliardi. L'aumento ha

interessato in particolare gli istituti di credito fondiario che nel primo trimestre hanno fortemente incrementato le loro disponibilità; nell'ultimo trimestre tali disponibilità si sono ridotte, consentendo un'espansione degli impieghi superiore a quella della provvista.

Il rapporto tra l'ammontare delle disponibilità e il totale degli impegni di finanziamento, che si aggirava intorno al 25 per cento fino al 1972, si è stabilizzato sul 35 per cento nell'ultimo triennio. Il valore del rapporto, che si colloca in media intorno al 90 per cento ove si pongano al denominatore soltanto i finanziamenti stipulati da erogare (circa il 60 per cento fino al 1972), indica una notevole cautela nella gestione della liquidità da parte degli istituti e, in particolare, una maggiore vischiosità dell'attività di intermediazione degli istituti meridionali (fig. N 2).

Fig. N 2



Evoluzione delle disponibilità degli istituti di credito speciale (1)

(consistenze a fine anno)

(1) Depositi presso le aziende di credito e BOT in portafoglio.

Questa politica, che potrebbe essere motivata dal permanere di condizioni di maggiore incertezza sul mercato obbligazionario, non risulta attuata in modo uniforme da tutti gli istituti, specialmente nel comparto

del credito mobiliare. Difatti, per quelli privi di legami istituzionali con le aziende di credito il rapporto fra disponibilità e impegni, dopo il forte aumento di fine 1973, si è rapidamente riportato sui livelli registrati negli anni 1968-1972 (20-30 per cento). Al contrario, per gli istituti che sono sezioni speciali di grandi banche o il cui capitale è detenuto in maggioranza dalle aziende stesse, il valore di tale rapporto è rimasto sull'elevato livello raggiunto a fine 1973 (oltre il 50 per cento). Ciò sembra dipendere dalla prassi di lasciare depositata presso le aziende collegate una parte dei fondi derivanti dall'acquisto di titoli in ottemperanza al vincolo di portafoglio. Ne è derivata per queste aziende una maggiore disponibilità di fondi e per gli istituti collegati un'espansione delle erogazioni inferiore a quella che il vincolo avrebbe consentito; ciò si è riflesso sull'attività di questi istituti, che hanno registrato una lieve riduzione della quota di mercato degli impieghi (tav. aN 8).

L'andamento degli impieghi.

Nell'anno in esame gli istituti di credito speciale hanno erogato mutui sull'interno per 8.513 miliardi, rispetto ai 9.010 miliardi nel 1975. Il rapporto fra il credito erogato nel 1976 e il volume degli investimenti dell'anno precedente, data la richiamata esistenza di uno sfasamento temporale, è stato pari al 36 per cento, risultando il piú basso dell'ultimo quinquennio (in media circa il 41 per cento), ove si eccettui il 1974, allorché il ridotto volume di erogazioni fu determinato dall'anticipo al 1973 di parte delle operazioni degli istituti.

La riduzione del volume degli impieghi ha riguardato maggiormente il settore pubblico (imprese pubbliche e Amministrazione pubblica), per il quale il tasso di incremento è passato dal 25,8 per cento del 1975 al 10,9 del 1976, mentre è sceso dal 16,3 al 14,8 per cento per il settore privato (tav. N 4). La ripartizione del flusso di credito tra i due comparti si è pertanto fortemente spostata a vantaggio di quest'ultimo settore (73,1 per cento contro 57,8 nell'anno precedente). Ciò riflette la diversa dinamica dell'attività di investimento dei due settori, nonché le maggiori possibilità di accesso al credito agevolato manifestatesi nell'anno per le imprese private. Le famiglie hanno aumentato le operazioni a tasso di favore; ciononostante l'indebitamento complessivo dell'anno ha risentito negativamente dell'elevato costo raggiunto dai

Tav. N 4

IMPIEGHI SULL'INTERNO DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE PER CATEGORIE DI BENEFICIARI

Categorie di beneficiari	Agevolati		Non agevolati		Totale			
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
	variazioni assolute in miliardi di lire						*variazioni percentuali*	
Amministrazione pubblica	**148**	**135**	**736**	**458**	**884**	**593**	*23,7*	*12,8*
di cui: enti territoriali	23	12	592	400	615	412	*19,2*	*10,8*
altri enti pubblici (1) . . .	125	123	144	58	269	181	*51,3*	*22,9*
Imprese finanziarie e assicurative .	**–37**	**19**	**266**	**177**	**229**	**196**	*66,9*	*34,2*
Imprese non finanziarie	**1.422**	**1.914**	**2.877**	**1.977**	**4.299**	**3.891**	*20,8*	*15,6*
pubbliche	409	266	1.240	484	1.649	750	*27,2*	*9,7*
a struttura pubblica	*9*	*7*	*–90*	*36*	*–81*	*43*	*–11,5*	*6,7*
a partecipazione statale	*400*	*259*	*1.330*	*448*	*1.730*	*707*	*32,3*	*10,0*
private	1.013	1.648	1.637	1.493	2.650	3.141	*18,1*	*18,2*
Famiglie	**117**	**150**	**470**	**176**	**587**	**326**	*9,3*	*4,7*
TOTALE . . .	**1.650**	**2.218**	**4.349**	**2.788**	**5.999**	**5.006**	*19,3*	*13,5*
di cui: imprese ed enti pubblici .	*557*	*400*	*1.974*	*948*	*2.531*	*1.348*	*25,8*	*10,9*
famiglie ed imprese private	*1.093*	*1.818*	*2.375*	*1.840*	*3.468*	*3.658*	*16,3*	*14,8*

(1) Compresi gli istituti previdenziali.

mutui non agevolati, che ha ulteriormente innalzato il livello minimo di reddito necessario per sostenere l'onere finanziario connesso con l'acquisto dell'abitazione.

Tav. N. 5

DISTRIBUZIONE DIMENSIONALE DEGLI IMPIEGHI A FAVORE DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE

(composizioni percentuali delle variazioni assolute – dati della Centrale dei rischi)

Classi di grandezza	1973	1974	1975	1976		
				semestri		anno
				I	II	
Fino a 2 miliardi	18,2	24,8	19,6	42,1	33,3	37,1
Da 2 a 20 miliardi	11,2	22,4	20,2	23,3	15,7	19,0
Oltre 20 miliardi	70,6	52,8	60,2	34,6	51,0	43,9
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

La distribuzione dimensionale degli impieghi a favore delle imprese non finanziarie ha presentato un incremento per la classe di finanziamenti fino a 2 miliardi, passata dal 19,6 per cento nel 1975 al 37,1 per cento nel 1976; si è invece ridotta la quota di credito assorbito dalle imprese con esposizione superiore ai 20 miliardi (dal 60,2 al 43,9 per cento), che negli anni precedenti aveva presentato percentuali maggiori del 50 per cento (tav. N 5). Il mutamento delle quote deve probabilmente essere messo in relazione con le incertezze che hanno condizionato nell'ultimo biennio l'attività di investimento, soprattutto quella volta alla realizzazione di progetti di grandi dimensioni, e con l'eccezionale livello di indebitamento raggiunto dalle grandi imprese.

Il credito agevolato e il costo dei finanziamenti a medio e a lungo termine.

La ridotta attività di finanziamento ha riguardato esclusivamente le operazioni a tassi di mercato: le erogazioni di credito agevolato, infatti, sono risultate di circa 1.000 miliardi superiori a quelle del 1975, giungendo a rappresentare il 45 per cento del credito speciale (34 per cento nell'anno precedente). Gli impieghi agevolati, al netto dei rimborsi, sono aumentati di 2.607 miliardi, pari a un tasso del 20,3 per cento (1.871 miliardi e 17,0 per cento nel 1975), mentre quelli a tassi di mercato si sono incrementati di 2.881 miliardi, cioè a un tasso dell' 11,3 per cento (4.348 e 20,6 per cento nel 1975; tav. N 6).

L'espansione del credito agevolato è stata consentita dalla disponibilità dei contributi agli interessi stanziati nella seconda parte del 1975, unitamente alla remuneratività dei tassi base riconosciuti agli istituti, assicurata da due adeguamenti effettuati nel 1976 (tav. aN 9). Nel corso dell'anno il credito agevolato ha mostrato un andamento relativamente uniforme; in particolare, non ha risentito del rallentamento della domanda di credito nel semestre centrale.

Dal punto di vista territoriale, l'aumento del credito agevolato ha riguardato in misura prevalente le iniziative localizzate nel Centro-Nord. Al Mezzogiorno si è diretto infatti un volume di finanziamenti a tassi agevolati inferiore a quello dell'anno precedente; di conseguenza la quota dell'indebitamento aggiuntivo a tassi agevolati a favore delle regioni meridionali e insulari si è fortemente ridotta, essendosi commisurata al 24,7 per cento del flusso totale, contro il 43,1 per cento

Tav. N 6

OPERAZIONI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

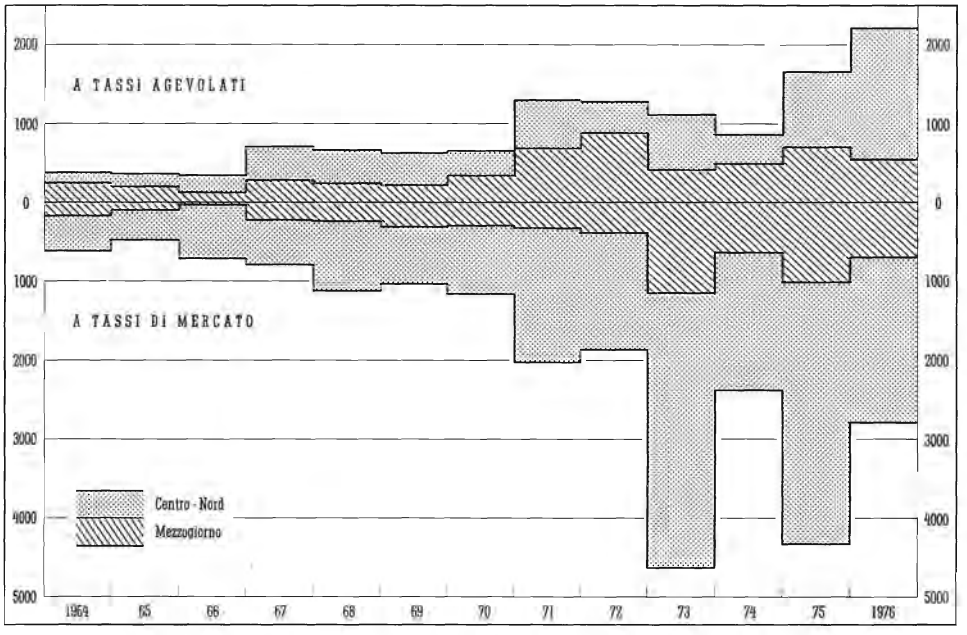
(miliardi di lire)

Operazioni	Erogazioni (1)			Incrementi netti			Consistenze a fine 1976		
	1974	1975	1976	1974	1975	1976	Impieghi	Impegni	Domande da esaminare
AGEVOLATE	2.368,1	3.176,5	4.165,0	980,4	1.870,8	2.606,6	15.469,5	10.383,6	31.316,5
Medie e piccole industrie	438,6	567,9	926,6	68,8	363,5	748,6	3.540,3	1.470,5	2.074,1
Legge 949/1952	*95,8*	*195,8*	*209,6*	*76,1*	*191,9*	*60,2*	*526,3*	*374,9*	*423,3*
Legge 623/1959	*342,8*	*372,1*	*717,0*	*–7,3*	*171,6*	*688,4*	*3.014,0*	*1.095,6*	*1.650,8*
Mezzogiorno (2)	602,1	740,8	435,4	676,0	496,5	201,4	3.831,5	2.127,6	3.353,2
Esportazione (3)	502,0	677,6	1.046,8	132,2	314,0	548,2	2.669,7	4.002,7	1.201,1
Zone alluvionate (4)	32,0	17,5	11,3	27,8	–14,3	–23,1	139,6	34,1	1,3
Gestioni speciali IMI	52,7	42,4	107,4	33,8	33,8	93,0	282,9	151,1	573,6
Commercio (5)	31,0	18,4	23,4	16,9	–0,5	6,4	89,4	84,7	185,1
Edilizia (6)	89,7	123,3	187,8	82,2	111,5	168,5	674,9	877,7	16.320,7
Agricoltura	374,3	605,3	774,0	143,3	359,9	409,3	2.261,4	395,3	471,7
esercizio	*211,4*	*316,0*	*401,2*	*28,1*	*110,5*	*74,6*	*555,5*	*57,7*	*187,1*
miglioramento	*162,9*	*289,3*	*372,8*	*115,2*	*249,4*	*334,7*	*1.705,9*	*337,6*	*284,6*
Ristrutturazione industriale (7)	54,8	44,2	164,3	56,8	32,1	181,4	293,1	346,1	627,2
Altri settori (8)	190,9	339,1	488,0	–257,4	174,3	272,9	1.686,7	893,8	6.508,5
NON AGEVOLATE	3.653,5	6.243,5	5.055,5	2.314,9	4.348,2	2.881,2	28.345,5	5.949,0	5.502,6
sull'interno	3.576,0	6.196,6	4.961,9	2.348,6	4.349,0	2.788,0	28.000,2	5.919,6	5.500,9
a non residenti	77,5	46,9	93,6	–33,7	–0,8	93,2	345,3	29,4	1,7
TOTALE	**6.021,6**	**9.420,0**	**9.220,5**	**3.295,3**	**6.219,0**	**5.487,8**	**43.815,0**	**16.332,6**	**36.819,1**
interno	5.695,0	9.010,3	8.512,6	3.225,0	5.998,9	5.005,7	42.044,2	13.642,6	36.516,7
estero	326,6	409,7	707,9	70,3	220,1	482,1	1.770,8	2.690,0	302,4

(1) Per alcune operazioni agevolate le erogazioni risultano inferiori agli incrementi netti data la prassi di finanziamenti "ponte" a tasso di mercato. – (2) Legge 26 giugno 1965, n. 717 e successive. – (3) Legge 28 febbraio 1967, n. 131; sono esclusi i finanziamenti e i consolidamenti dell'UIC e dell'INA pari a fine 1976 a 719 miliardi (464 a fine 1975). – (4) Legge 23 dicembre 1966, n. 1142 e successive. – (5) Legge 16 settembre 1960, n. 1016 e legge 10 ottobre 1975, n. 517. – (6) Legge 1° novembre 1965, n. 1179. – (7) Legge 1° dicembre 1971, n. 1101 e legge 8 agosto 1972, n. 464. – (8) Alberghi e turismo, aree depresse del Centro-Nord, altri interventi in edilizia, Marina mercantile.

nel 1975 e quasi il 50 per cento nel decennio precedente (fig. N 3). Ciò è stato determinato, come già ricordato, dalla scarsa attività di agevolazione creditizia svolta dalla Cassa per il Mezzogiorno, a causa dell'esaurirsi dei fondi stanziati dalla legge per l'industrializzazione del Mezzogiorno, unitamente al ritardato avvio della nuova normativa introdotta dalla legge n. 183 del 1976. D'altra parte, negli ultimi anni si era venuta consolidando una tendenza secondo la quale i finanziamenti alle regioni meridionali e insulari erano assicurati quasi completamente dalla legge per l'industrializzazione del Mezzogiorno, mentre quelli erogati ai sensi delle altre leggi, specie a favore delle medie e piccole industrie e delle imprese esportatrici, si concentravano nel Centro-Nord.

Fig. N 3



Impieghi degli istituti di credito speciale per area geografica e categoria di operazioni
(variazioni in miliardi di lire)

La distribuzione del credito agevolato per categorie ha interessato tutti i settori di attività economica; nell'anno in esame, oltre alle operazioni a favore dell'industria, hanno registrato una notevole espansione quelle dirette all'edilizia e all'agricoltura, anche in virtú dei provvedimenti agevolativi di carattere regionale.

La tendenza mostrata dal credito agevolato a compensare la flessione dei finanziamenti a tassi di mercato non ha riguardato gli enti e le imprese pubbliche e segnatamente quelle a partecipazione statale,

che hanno risentito in maggior misura del basso ammontare di credito erogato per l'industrializzazione del Mezzogiorno.

Con il decreto n. 902 del novembre 1976 è stata data attuazione all'articolo 15 della legge n. 183 del maggio 1976 che ha delegato il governo a emanare le disposizioni per l'unificazione e il coordinamento della disciplina in materia di credito agevolato al settore industriale. Sono stati cosí predisposti gli strumenti per l'attivazione del Fondo nazionale, che prevede la concessione di contributi agli interessi sui finanziamenti a fronte di programmi di investimento per nuove iniziative, ampliamenti e ammodernamenti.

Alcuni adempimenti si frappongono al pronto avvio del nuovo sistema di credito agevolato, fra cui l'emanazione delle direttive del CIPE per il coordinamento tra i contributi in conto capitale e quelli in conto interessi e per l'indicazione dei settori d'intervento. Un importante aspetto è stato comunque già affrontato con la decisione del CICR del 4 febbraio 1977, la quale attua il principio della variazione automatica del tasso di riferimento attraverso un congegno di adeguamento bimestrale al costo della raccolta; al tasso base così determinato sono ancorati i tassi agevolati attraverso proporzioni indicate dalla legge. Nella nota legislativa in Appendice sono riportate con maggior dettaglio le caratteristiche dei provvedimenti e il livello dei tassi agevolati vigenti.

L'esigenza di riordino della normativa concernente il credito agevolato non sembra peraltro completamente soddisfatta, dato che i provvedimenti adottati non prevedono l'unificazione delle procedure e degli organi decisionali. Inoltre, non si è ancora concluso l'*iter* parlamentare del provvedimento che prevede la concessione di incentivi creditizi alla realizzazione di progetti di ristrutturazione e di riconversione industriale.

Il disegno di legge in esame prevede la costituzione di un Comitato interministeriale (CIPI), cui è affidato, tra l'altro, il compito di determinare gli indirizzi generali di politica industriale e di deliberare sulle domande di agevolazioni creditizie a valere su un Fondo appositamente istituito. Le disponibilità di detto Fondo, che devono essere riservate per il 40 per cento a favore del Mezzogiorno, verranno utilizzate per la concessione di mutui agevolati, di contributi agli interessi su finanziamenti erogati da istituti di credito speciale e di contributi pluriennali sull'emissione di obbligazioni. L'accesso a tali agevolazioni da parte di imprese o gruppi con capitale investito pari o superiore a 50 miliardi è subordinato alla presentazione di progetti da realizzare nel Mezzogiorno per almeno il 40 per cento del costo globale. In una precedente stesura del disegno di legge era anche prevista la concessione di contributi all'emissione di azioni a pagamento: tale incentivo comporta favorevoli riflessi sul rapporto tra mezzi propri e mezzi esterni all'impresa.

La lentezza nel soddisfacimento degli adempimenti necessari per l'entrata a regime del Fondo nazionale potrà riflettersi negativamente sul volume dei finanziamenti a tasso agevolato all'industria nel 1977: la precedente normativa consentirà il finanziamento delle sole operazioni

per le quali l'agevolazione è stata concessa prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina.

In corrispondenza con l'evoluzione del costo della provvista obbligazionaria, i tassi di interesse dei finanziamenti ordinari a medio e a lungo termine hanno avuto un andamento crescente nel corso del 1976, raggiungendo livelli particolarmente elevati (14,45 per cento in media per il credito industriale nel 1976, contro 13,66 per cento nel 1975). Peraltro, essi si sono mantenuti al di sotto dei tassi bancari, come era accaduto nel biennio precedente (fig. N 1).

Il costo dei mutui è stato sensibilmente inferiore al tasso di inflazione; la discesa di tale tasso nei mesi centrali dell'anno, tuttavia, ha potuto alimentare nei mutuatari aspettative di aumento dell'onere reale dell'indebitamento a non breve termine.

Il tasso medio ponderato delle operazioni agevolate è sceso sul finire del 1975 di un quarto di punto, collocandosi nel primo trimestre del 1976 al 5,64 per cento; con l'aumento disposto in aprile, il tasso medio si è riportato al livello precedente, rimanendovi per la restante parte dell'anno. L'adeguamento del tasso di riferimento al costo della raccolta, effettuato nei mesi di aprile e di giugno, si è riflesso pertanto in un ulteriore ampliamento del contributo statale per unità di credito, determinando una riduzione del credito agevolato mobilizzabile con un pari importo di contributi agli interessi. Al fine di limitare tale inconveniente la legge n. 183 prevede la variazione automatica dei tassi agevolati in connessione con quella del tasso di riferimento, del quale essi costituiscono una percentuale fissa. L'evoluzione dei rendimenti obbligazionari nei primi mesi del 1977 ha comportato il rialzo dei tassi di riferimento: i decreti emanati in aprile, oltre a fissare il nuovo livello da prendere a base per le successive modifiche automatiche, hanno esteso tale procedura anche al settore edilizio e agrario.

Nonostante l'aumento dei tassi di mercato, il costo medio del credito industriale è risultato nel 1976 inferiore a quello dell'anno precedente, data la maggior quota di credito agevolato rispetto al totale dei mutui a medio e a lungo termine; il tasso medio ponderato delle erogazioni effettuate dagli istituti di credito mobiliare si è infatti commisurato al 10,60 per cento, contro l' 11,10 per cento nel 1975. Negli altri settori, per i quali si dispone per la prima volta di informazioni sui tassi di mercato applicati, si segnala, oltre l'ascesa del costo dei mutui fondiari, l'elevato livello dei tassi nel comparto dell'agricoltura, dove il credito di esercizio a breve termine rimane condizionato da forme di provvista legate al ricorso al circuito bancario.

I finanziamenti all'industria e ai servizi.

Gli istituti di credito speciale hanno erogato mutui alle imprese industriali per un importo leggermente superiore a quello registrato nell'anno precedente (3.811 contro 3.752 miliardi); considerando i maggiori rimborsi, l'indebitamento del settore risulta aumentato di 2.012 miliardi, pari a un tasso del 14 per cento rispetto al 17,7 nel 1975 (tav. N 7).

Tav. N 7

OPERAZIONI SULL'INTERNO DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE PER SETTORI DI ATTIVITA' ECONOMICA

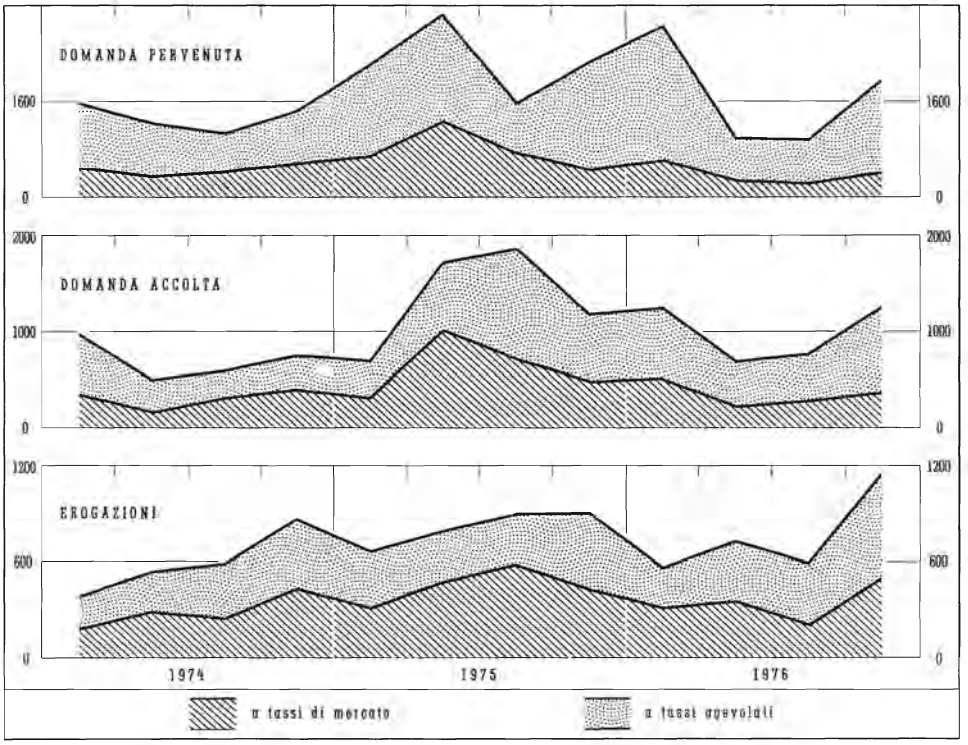
(miliardi di lire)

Categoria di operazioni	Agricoltura		Abitazioni		Industria		Trasporti commercio e servizi vari		Totale	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976	1975	1976
	Erogazioni									
Agevolate	569	728	145	224	1.825	2.196	275	403	2.814	3.551
Non agevolate	200	252	1.451	1.370	1.927	1.615	2.618	1.725	6.196	4.962
TOTALE	769	980	1.596	1.594	3.752	3.811	2.893	2.128	9.010	8.513
	Incrementi netti degli impieghi *(valori assoluti)*									
Agevolati	319	354	128	194	1.027	1.364	176	306	1.650	2.218
Non agevolati	−3	76	1.156	909	1.129	648	2.067	1.155	4.349	2.788
TOTALE	316	430	1.284	1.103	2.156	2.012	2.243	1.461	5.999	5.006
	(composizioni percentuali)									
per regioni:										
Settentrionali	*48,8*	*52,9*	*40,6*	*48,7*	*40,3*	*52,9*	*69,6*	*63,7*	*51,8*	*55,0*
Centrali	*22,2*	*21,8*	*35,2*	*30,1*	*17,7*	*17,7*	*11,6*	*16,1*	*19,4*	*20,4*
Meridionali e insulari	*29,0*	*25,3*	*24,2*	*21,2*	*42,0*	*29,4*	*18,8*	*20,2*	*28,8*	*24,6*

Tenuto conto del già richiamato sfasamento temporale delle erogazioni, risulta che gli investimenti industriali sono stati finanziati con crediti a medio e a lungo termine in misura simile a quella degli ultimi anni; si deve infatti tener conto che proprio nel settore industriale l'attività di investimento era stata particolarmente modesta nel 1975, quando aveva accusato una flessione anche in termini monetari, e che nel 1976 l'aumento è risultato moderato.

Le erogazioni di credito agevolato, comprendendo quelle alle esportazioni, hanno costituito quasi il 58 per cento del credito a medio termine al settore (51 per cento nel triennio 1973-75), compensando la diminuzione del credito a tassi di mercato.

Fig. N 4



Domanda e offerta di credito industriale (1)

(miliardi di lire)

(1) Operazioni degli istituti di credito mobiliare in favore del settore industriale, al netto di quelle per il finanziamento delle esportazioni.

Gli avvenimenti di carattere monetario e finanziario del 1976 hanno influenzato l'andamento delle domande di credito presentate e di quelle accolte. Il flusso di domande di mutui a tassi di mercato, in particolare, è risultato elevato nel primo trimestre e, dopo la notevole flessione presentata nella parte centrale dell'anno, ha mostrato una ripresa nell'ultimo. Il fenomeno, unitamente al consistente aumento delle domande abbandonate prima della delibera di accoglimento, conferma l'influenza esercitata sulle scelte degli operatori dal clima di incertezza sulla situazione politica e sull'evoluzione congiunturale (fig. N 4).

L'analisi per finalità degli investimenti industriali previsti a fronte delle domande accolte sembra confermare il ristagno delle nuove iniziative e la concentrazione della spesa di investimento nel rimpiazzo di macchinari obsoleti. La percentuale dei nuovi impianti previsti ha infatti mostrato una flessione (28 rispetto a 38 per cento nel 1975) a favore dei progetti riguardanti impianti già esistenti, fra i quali ha registrato particolare impulso la categoria « macchine, attrezzi e mezzi di trasporto » (37 contro 28 per cento nell'anno precedente), in accordo con lo sviluppo degli investimenti realizzati nell'anno in questo tipo di beni.

Dalla distribuzione settoriale del credito si rileva che della contrazione del flusso netto ha risentito il ramo dell'elettricità, gas e acqua e, in minor misura, quello manifatturiero. Nell'ambito di quest'ultimo si è registrata una netta diminuzione del credito a favore delle imprese metallurgiche, che hanno incrementato l'indebitamento nei confronti degli istituti speciali di 87 miliardi, pari al 4 per cento dei finanziamenti concessi all'intero settore industriale (332 miliardi e 15 per cento nel 1975; tav. aN 10). L'industria metallurgica ha risentito, oltre che della contrazione del credito a tassi di mercato, del quasi completo arresto di quello a tassi agevolati, in connessione con le citate difficoltà incontrate dalla legge per l'industrializzazione del Mezzogiorno. Anche le imprese meccaniche hanno accusato una diminuzione di credito a medio termine, nonostante l'aumento del credito all'esportazione che si indirizza quasi completamente a tale ramo.

L'indebitamento dell'industria chimica e dei derivati del petrolio è aumentato, nell'anno, di 589 miliardi, di cui oltre la metà a tasso agevolato, in seguito al finanziamento di investimenti compresi nel piano chimico. Presso gli istituti speciali risultavano a fine 1976, oltre a domande di credito non ancora sottoposte a delibera per 2.223 miliardi, impegni di finanziamento verso tale settore per 2.137 miliardi, di cui oltre i tre quarti a tasso agevolato.

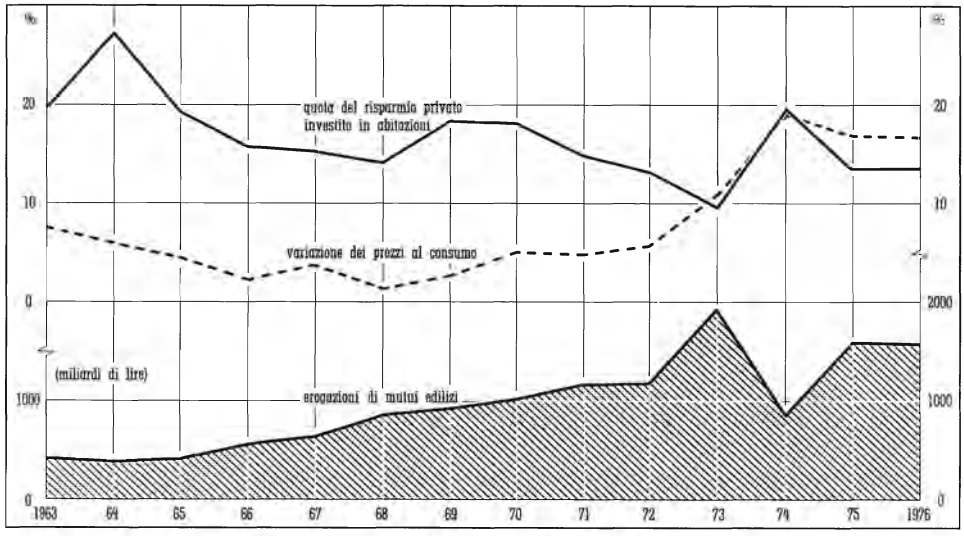
Particolarmente sensibile è stata la flessione del credito a tassi di mercato erogato al settore terziario; l'aumento del credito a tassi agevolati, del quale i servizi beneficiano tradizionalmente in misura limitata, ha solo attenuato la contrazione dei finanziamenti complessivi ricevuti. L'incremento dell'esposizione è ammontato a 1.295 miliardi, pari al 12,6 per cento, tasso non molto inferiore rispetto a quello degli altri settori, ma poco piú della metà di quello eccezionale registrato nel 1975 (tav. aN 10).

La diminuzione nel flusso del credito è risultata particolarmente rilevante nel ramo « trasporti e comunicazioni », nonostante il notevole aumento della spesa per investimenti che ha caratterizzato tale comparto nell'ultimo biennio.

I finanziamenti all'edilizia.

Il flusso lordo di credito speciale agli investimenti in abitazioni si è mantenuto sullo stesso livello dell'anno precedente (1.600 miliardi) grazie al collocamento nel portafoglio delle banche delle obbligazioni emesse dagli istituti fondiari (fig. N 5). In presenza di elevate tensioni inflazionistiche, l'apporto di fondi da parte dei privati al mercato dei titoli fondiari ha continuato a essere modesto, anche in considerazione della loro piú lunga durata rispetto agli altri titoli.

Fig. N 5



Finanziamento degli investimenti privati in abitazioni

In rapporto al valore degli investimenti in abitazioni effettuati nell'anno in esame, la quota dei mutui erogati dagli istituti speciali è stata minore rispetto al 1975; anche il rapporto effettuato sugli investimenti dell'anno precedente mostra una lieve diminuzione.

E' cresciuta invece la quota dei finanziamenti a breve concessi dalle aziende di credito alle imprese di costruzione; queste, in presenza di elevati tassi sui mutui da trasferire agli acquirenti, possono aver

ritardato il consolidamento dei prefinanziamenti bancari, pur ottenuti a tassi molto elevati (tav. N 8).

Tav. N 8

FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI IN ABITAZIONI (1)

(miliardi di lire)

Investitori / Forme di finanziamento	Enti pubblici		Istituti assicurativi e previdenz.		Famiglie	Imprese	Famiglie	Imprese	Totale	
	1975	1976	1975	1976	1975		1976		1975	1976
Fondi pubblici	**490**	**620**							**490**	**620**
Prestiti	**26**	**70**	**170**	**166**	**741**	**1.246**	**579**	**1.447**	**2.183**	**2.262**
Istituti speciali	26	70	170	166	587	501	326	541	1.284	1.103
Aziende di credito					154	740	253	906	894	1.159
Istituti assicurativi e previdenziali						5			5	
Mercato mobiliare						**124**		**94**	**124**	**94**
Risparmio interno			**79**	**150**	**4.069**		**5.053**		**4.148**	**5.203**
di cui: rimborso mutui fondiari					*312*		*477*		*312*	*477*
TOTALE	**516**	**690**	**249**	**316**	**6.180**		**7.173**		**6.945**	**8.179**

(1) Per il 1976 dati provvisori.

La contemporanea lievitazione del costo dell'abitazione e del mutuo necessario a finanziarne l'acquisto esclude sempre piú vaste categorie di utenti dall'accesso alla proprietà. Per l'edilizia privata, circuiti di finanziamento a lungo termine indicizzati, ad esempio al costo di costruzione, si presterebbero, senza rischio per l'intermediario, a salvaguardare il valore reale del risparmio finalizzato all'acquisto dell'abitazione; verrebbe inoltre ridotto per il mutuatario l'onere delle prime rate di ammortamento, che in periodi di alti tassi grava in misura eccessiva sul bilancio delle famiglie, in particolare di quelle giovani che sono le piú interessate a ottenere un finanziamento per l'acquisto della casa, come confermato anche dalla recente indagine della Banca d'Italia sulla ricchezza delle famiglie. Un ulteriore strumento, ancorché di minore efficacia in periodi di alti tassi, potrebbe essere rappresentato da un mutuo a piano di ammortamento crescente, che abbassando il valore corrente della rata nei primi anni di ammortamento verrebbe incontro alle esigenze dei mutuatari. Peraltro, una diminuzione dell'onere per l'acqui-

sto della casa non potrà pienamente realizzarsi se non verranno preferiti modelli edilizi che consentano di ridurre i costi di costruzione delle abitazioni, anche mediante l'impiego di tecniche industrializzate e la revisione delle tipologie tradizionali.

Il recente provvedimento che limita a tre milioni la deduzione degli interessi passivi dei mutui ipotecari ai fini della determinazione del reddito imponibile può costituire un ulteriore disincentivo al nuovo indebitamento: tale importo risulta infatti inferiore alla quota interessi di un mutuo contratto agli attuali tassi di mercato per l'acquisto di una abitazione di medie dimensioni. Il contenimento degli sgravi potrebbe essere ottenuto con minore sperequazione tra coloro che si sono indebitati in epoche diverse consentendo ai nuovi mutuatari la deduzione degli interessi in misura superiore ai 3 milioni, ma limitatamente alle prime annualità del mutuo destinato all'acquisto di nuove abitazioni. Verrebbe cosí conservata allo strumento fiscale la natura di incentivo.

Il risparmio del settore famiglie e imprese investito in abitazioni ha finanziato nell'anno sotto rassegna circa i due terzi degli investimenti privati, aliquota leggermente superiore a quella del 1975; lo stesso aggregato si è ragguagliato a circa il 14 per cento del risparmio lordo totale del settore, percentuale pressoché uguale a quella dell'anno precedente (fig. N 5). A differenza di quanto avvenuto nel 1974, quando i privati avevano trovato conveniente cedere titoli per investire un'ampia quota del proprio risparmio direttamente in abitazioni, nel 1976 gli effetti della tensione inflazionistica sulla composizione della ricchezza dei privati hanno trovato limiti nella scarsa possibilità di smobilizzare i titoli in portafoglio senza subire gravi perdite in conto capitale; nella stessa direzione hanno agito le incerte prospettive sul reddito conseguibile da un investimento immobiliare non finalizzato all'uso personale.

L'edilizia agevolata ha cominciato a beneficiare dei provvedimenti di rilancio del 1975; mentre i mutui concessi a fronte di iniziative di edilizia convenzionata sono stati di importo minimo, le erogazioni degli istituti fondiari ai sensi della legge n. 1179 hanno raggiunto 188 miliardi, importo superiore del 50 per cento a quello dell'anno precedente e piú che doppio rispetto alla media del quinquennio 1971-75. Considerando altre forme di incentivazione, anche di carattere regionale, e tenuto conto della quota di intermediazione delle aziende di credito, il flusso di credito agevolato è ammontato a circa 250 miliardi; data l'aliquota di spesa finanziata, gli investimenti assistiti da contributo pubblico hanno rappresentato quindi il 4 per cento degli investimenti complessivi in abitazioni (circa 160 miliardi e 3 per cento nel 1975).

Il beneficio dell'intervento statale risulta tanto maggiore per l'operatore quanto piú è sollecita l'utilizzazione del contributo agli interessi, al fine di evitare di protrarre l'onere del prefinanziamento a tasso di mercato. Con decreto ministeriale del 30 dicembre 1976, il contributo statale sul mutuo agevolato viene concesso fin dalla data di stipula del contratto; in conseguenza dell'anticipato utilizzo del contributo, il mutuatario dovrà corrispondere nel periodo finale dell'ammortamento l'intero importo della rata di rimborso calcolata sulla base del tasso non agevolato.

Anche l'edilizia a totale carico dello Stato è aumentata di importanza nel 1976, proseguendo una tendenza che vede passare il suo peso sugli investimenti dal 3-4 per cento negli anni 1970-73 al 7-8 per cento nel biennio 1975-76 (tav. N 8); l'edilizia sovvenzionata e agevolata ha quindi rappresentato circa il 12 per cento degli investimenti in abitazioni. Nonostante il notevole risultato ottenuto dall'intervento pubblico, il rilancio del settore non può prescindere dall'istaurarsi di migliori condizioni per l'edilizia privata; tra queste in primo luogo la prospettiva di poter conseguire dall'investimento in abitazioni un reddito reale positivo, anche nel quadro di una nuova disciplina della locazione.

I finanziamenti all'agricoltura.

I finanziamenti all'agricoltura, proseguendo la tendenza dell'anno precedente, hanno avuto un forte sviluppo: gli impieghi complessivi di

Tav. N 9

IMPIEGHI DEL SISTEMA DI CREDITO AGRARIO

(variazioni in miliardi di lire)

Voci	Istituti speciali		Istituti autorizzati		TOTALE	
	1975	1976	1975	1976	1975	1976
Credito di esercizio	79	112	236	203	315	315
Credito di miglioramento	247	311	45	76	292	387
Totale . . .	326	423	281	279	607	702
Finanziamento ammassi	72	15	55	42	127	57
obbligatori	*15*	*16*	*25*	*31*	*40*	*47*
volontari	*57*	*–1*	*30*	*11*	*87*	*10*
Altri impieghi	2	2	–	–	2	2
Totale generale . . .	400	440	336	321	736	761

credito agrario, al netto dei finanziamenti ammassi, si sono accresciuti di 702 miliardi pari al 21,3 per cento (607 miliardi pari al 22,6 per cento nel 1975; tav. N 9).

Il credito di esercizio ha mostrato un tasso d'incremento inferiore a quello del 1975 (19,4 per cento contro 24,1); il rapporto tra le consistenze a fine anno di quest'ultimo aggregato e il valore aggiunto dell'agricoltura è tuttavia cresciuto, passando dal 16,9 per cento nel 1975 al 17,2 per cento nel 1976. L'aumento si può ricondurre, oltre che a una maggiore disponibilità di fondi pubblici incentivanti, al finanziamento della meccanizzazione (compreso nel credito di esercizio) che si è sviluppata notevolmente in seguito al processo di capitalizzazione delle imprese agricole, perseguito anche al fine di far fronte all'aumentato costo del lavoro (tav. N 10).

Tav. N 10

OPERAZIONI EFFETTUATE DAL SISTEMA DI CREDITO AGRARIO

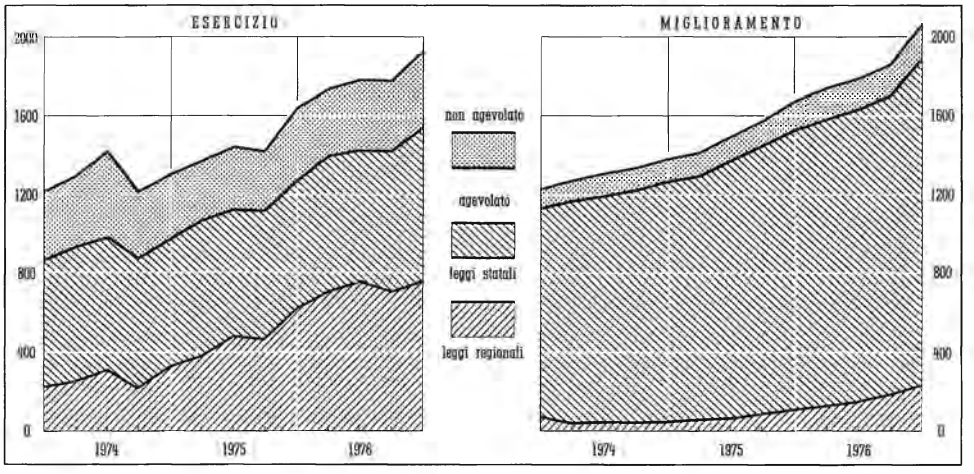
(miliardi di lire)

Voci	Istituti speciali			Istituti autorizzati			Totale		
	Agev.	Non agev.	Totale	Agev.	Non agev.	Totale	Agev.	Non agev.	Totale
	Erogazioni nel 1976								
Credito di esercizio	**401**	**182**	**583**	**979**	**443**	**1.422**	**1.380**	**625**	**2.005**
conduzione	221	60	281	599	187	786	820	247	1.067
acquisto bestiame	33	27	60	59	34	93	92	61	153
acquisto macchine	55	5	60	128	55	183	183	60	243
anticipazioni su pegno di prodotti agricoli	4	4	8	22	6	28	26	10	36
prestiti ad enti ed associazioni agrarie	88	86	174	171	161	332	259	247	506
Credito di miglioramento . .	**327**	**45**	**372**	**76**	**24**	**100**	**403**	**69**	**472**
costruzioni rurali	111	16	127	27	6	33	138	22	160
nuove piantagioni	4	1	5	3	3	6	7	4	11
irrigazioni	11	1	12	3	1	4	14	2	16
sistemazioni terreni . . .	6	3	9	–	1	1	6	4	10
formazione proprietà coltivatrice	33	8	41	18	2	20	51	10	61
altre migliore	162	16	178	25	11	36	187	27	214
	Consistenze a fine 1976								
Credito di esercizio	**555**	**141**	**696**	**985**	**256**	**1.241**	**1.540**	**397**	**1.937**
Credito di miglioramento . .	**1.448**	**148**	**1.596**	**443**	**27**	**470**	**1.891**	**175**	**2.066**

Le erogazioni del credito di miglioramento hanno raggiunto 472 miliardi (386 miliardi nel 1975) con un aumento del 22,3 per cento; il notevole incremento degli investimenti in agricoltura (12 per cento in termini reali e 34 per cento in valore) ha fatto sí che il rapporto tra erogazioni e investimenti scendesse dal 22 per cento nel 1975 al 20,1 nel 1976. Lo sviluppo del credito di miglioramento, che a differenza di quello di esercizio viene concesso per la maggior parte dagli istituti speciali, è stato reso possibile dal mantenimento dell'obbligo di un acquisto minimo di obbligazioni agrarie da parte delle aziende di credito: i titoli della specie emessi dagli istituti nel 1976 sono ammontati, al netto dei rimborsi, a 345 miliardi contro 361 miliardi nel 1975, primo anno nel quale gli istituti hanno potuto fare ampio ricorso alla provvista obbligazionaria (tav. aN 6).

La quota delle erogazioni affluite alle costruzioni rurali è aumentata dal 27 per cento del totale nel 1975 al 34 per cento nel 1976, mentre si è ridotta dal 15 al 13 per cento la quota di erogazioni destinate alla formazione della proprietà coltivatrice.

Fig. N 6



Credito agrario
(consistenze in miliardi di lire)

L'aumento del credito agrario, erogato per la massima parte a tassi agevolati, è stato favorito dalla predisposizione, nell'autunno del 1975, di adeguati fondi pubblici. A fianco delle agevolazioni statali assumono sempre maggiore importanza quelle stabilite in base alle legislazioni regionali, specie nel credito di esercizio (fig. N 6); in questo comparto a fine 1976 i prestiti incentivati da leggi regionali si commisuravano al 50 per cento della consistenza del credito agevolato

e al 39 per cento del totale degli impieghi in essere (rispettivamente 26 e 19 per cento a fine 1973).

Tra le funzioni amministrative da trasferire alle regioni, mediante la delega governativa disposta dalla legge 382 del 1975, assumono particolare rilevanza gli aspetti finanziari relativi alla disciplina del credito agrario. Mentre rimarrà all'autorità centrale la facoltà di fissare il tasso di riferimento, i poteri delle regioni in questo settore potranno estendersi alla fissazione del tasso agevolato o della misura del contributo agli interessi; è auspicabile comunque che le condizioni per i beneficiari operanti in zone limitrofe non risultino troppo difformi. Nel rapporto con gli istituti di credito, il principale strumento di controllo che le regioni potranno impiegare per l'orientamento dei finanziamenti sarà costituito dalla gestione dei fondi pubblici, a esse demandata in seguito alla soppressione dei fondi di rotazione nazionali.

I finanziamenti all'esportazione.

Le erogazioni di credito degli istituti mobiliari a sostegno delle esportazioni a pagamento differito sono ammontate a 1.047 miliardi (678 miliardi nel 1975) rappresentando il 3,4 per cento del valore complessivo delle merci esportate, ovvero il 13,8 per cento con riferimento ai soli beni di investimento finali (rispettivamente 3 e 11,9 per cento nel 1975; tav. N 11). Rispetto alla categoria di operazioni effettuate, i crediti finanziari a paesi esteri (614 contro 363 miliardi nel 1975) hanno mostrato un aumento maggiore dei crediti concessi agli esportatori italiani (433 rispetto a 315 miliardi nell'anno precedente), riguardanti essenzialmente i prodotti dell'industria meccanica (tav. aN 10).

Al netto dei rimborsi, pari a 499 miliardi, i crediti all'esportazione sono aumentati di 548 miliardi (314 nel 1975). Tenuto conto anche degli interventi dell'UIC e dell'INA, le risorse nette trasferite all'estero attraverso tali operazioni sono ammontate complessivamente a 803 miliardi.

Dell'aumento del credito alle esportazioni hanno particolarmente beneficiato i paesi in via di sviluppo, a favore dei quali si è diretta oltre la metà dell'incremento degli impieghi degli istituti speciali. In particolare, la maggior parte dei crediti-fornitori ha riguardato esportazioni verso tali paesi; una parte notevole dell'aumento dei crediti

finanziari è stata invece destinata, come nel 1975, a favore dei paesi socialisti dell'Europa orientale, e segnatamente dell'Unione Sovietica (tav. aN 11).

Tav. N. 11

CREDITI ALL'ESPORTAZIONE (1)

(miliardi di lire)

Categorie di operazioni	Erogazioni		Rimborsi		Incrementi netti		Impieghi in essere	Impegni di finanziamento	Domande da esaminare
	1975	1976	1975	1976	1975	1976			
	flussi nel periodo						*consistenze a fine 1976*		
Fornitori	314,8	432,5	221,7	273,2	93,1	159,3	1.244,2	1.342,1	900,4
Finanziari	362,8	614,3	141,9	225,4	220,9	388,9	1.425,5	2.660,6	300,7
legati	*356,0*	*571,4*	*101,7*	*154,5*	*254,3*	*416,9*	*1.279,1*	*2.562,3*	*282,6*
non legati . . .	*6,8*	*42,9*	*40,2*	*70,9*	*–33,4*	*–28,0*	*146,4*	*98,3*	*18,1*
TOTALE . . .	**677,6**	**1.046,8**	**363,6**	**498,6**	**314,0**	**548,2**	**2.669,7**	**4.002,7**	**1.201,1**

(1) Esclusi i rifinanziamenti e i consolidamenti da parte dell'UIC e dell'INA pari a fine 1976 a 719 miliardi (464 a fine 1975).

L'esigenza di un ampio sostegno creditizio alle esportazioni di beni strumentali va peraltro considerata tenendo conto che la situazione valutaria rende opportuno subordinare la concessione di prestiti finanziari alla negoziabilità dei titoli di credito espressi in valuta. La possibilità di rifinanziarsi sul mercato internazionale potrebbe, altresí, ridurre l'onere a carico dello Stato per contributi agli interessi, dato il piú basso livello dei tassi attualmente vigente su tale mercato. Inoltre, l'elevato indebitamento raggiunto da alcuni paesi importatori potrà determinare una certa cautela nell'accensione di tali operazioni.

Lo sviluppo delle erogazioni si è accompagnato a un ulteriore aumento degli impegni di finanziamento (4.000 contro 3.200 miliardi nel 1975) il cui volume, tenuto conto delle domande in attesa di esame, richiederà l'adeguamento degli stanziamenti pubblici per la concessione dell'agevolazione, in modo da renderli compatibili con il *plafond* assicurativo, mantenuto per il 1977 nella misura di 2.500 miliardi. Si ripropone quindi il problema della mancanza di corrispondenza fra concessione delle garanzie assicurative e stanziamenti per contributi agli interessi, che nel passato ha comportato in piú occasioni una discontinuità nel meccanismo di agevolazione.

Un disegno di legge recentemente approvato dal Parlamento (progetto Ossola) ovvierà, a partire dal 1978, a tale inconveniente, dato che l'importo

da destinare al Mediocredito centrale per la corresponsione di contributi agli interessi verrà stabilito con norma da inserire nella legge di approvazione del bilancio dello Stato contemporaneamente alla fissazione del *plafond* assicurativo. Con tale provvedimento vengono coordinate e semplificate le competenze e le procedure in materia di assicurazione e finanziamento dei crediti all'esportazione. In particolare, oltre a prevedere la costituzione di una apposita sezione speciale presso l'INA per l'assicurazione dei rischi, anche a breve termine, connessi con operazioni di esportazione, il provvedimento disciplina la concessione di crediti fornitori a fronte di titoli di credito rilasciati dall'importatore, anche prima della materiale esportazione. Viene inoltre costituito presso il Mediocredito centrale un apposito fondo rotativo per i crediti destinati al miglioramento della situazione economica e monetaria dei paesi in via di sviluppo, che seguiranno quindi un *iter* distinto dai crediti finanziari legati a operazioni commerciali.

Il permanere di squilibri di bilancia dei pagamenti in paesi esportatori di beni strumentali può determinare una distorsione della concorrenza internazionale attraverso la concessione di prestiti alle esportazioni a condizioni piú favorevoli, nonostante l'esistenza di accordi fra i paesi industrializzati sui tassi di interesse e sulla durata massima del finanziamento. La realizzazione di un organismo di cooperazione internazionale in questo campo, come la Banca Europea delle esportazioni, che potrebbe attenuare tali effetti distorsivi, sembra incontrare alcune difficoltà.

I conti economici.

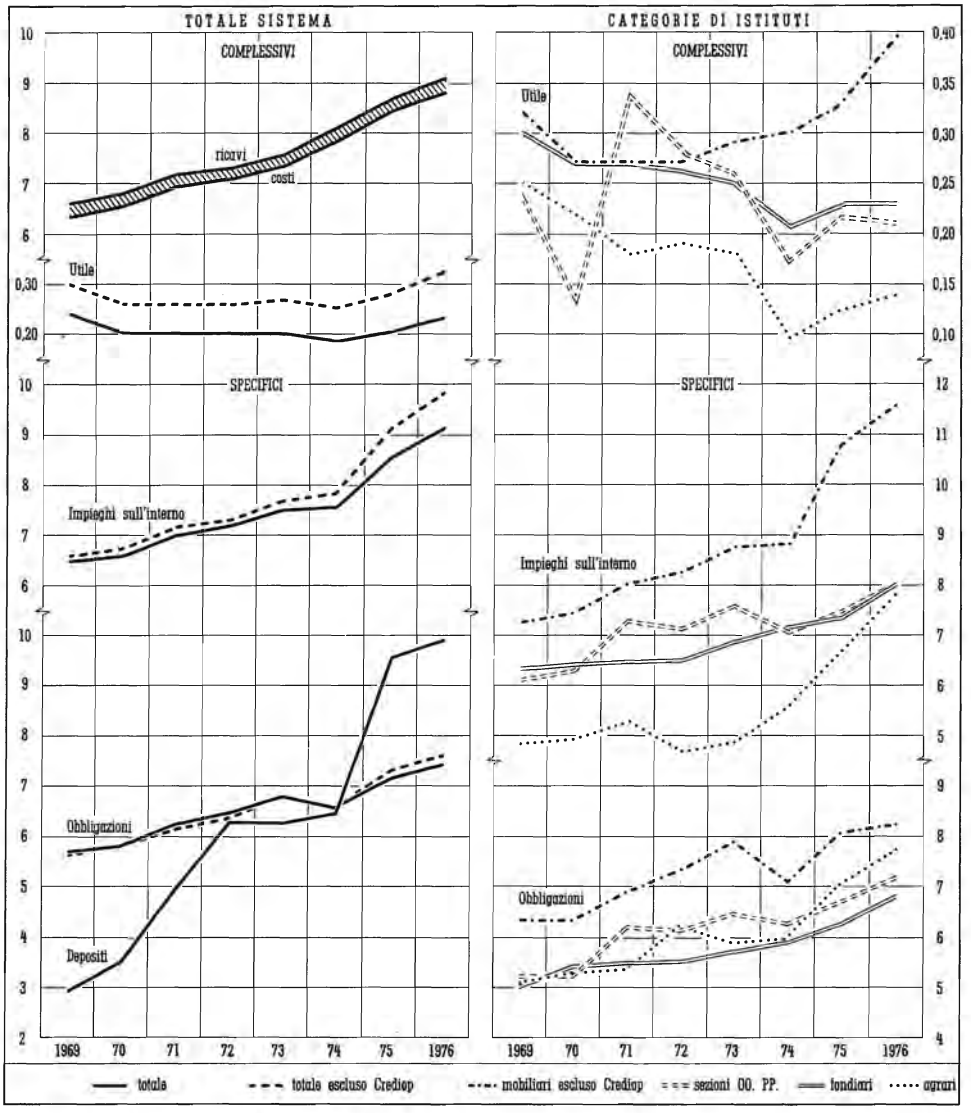
L'attività di intermediazione effettuata a tassi piú elevati rispetto agli anni precedenti ha fatto sí che nel 1976 i costi e i ricavi degli istituti di credito speciale crescessero a un ritmo superiore al totale della situazione patrimoniale, commisurandosi rispettivamente all' 8,84 e al 9,07 per cento di essa (8,47 e 8,67 nel 1975; fig. N 7).

I ricavi sugli impieghi hanno continuato ad aumentare a un tasso piú elevato del costo sulle obbligazioni, raggiungendo in media il 9,84 per cento contro il 7,59 (rispettivamente 9,12 e 7,29 per cento nel 1975); l'importo degli interessi pagati nell'esercizio dalla clientela residente, al netto di quelli al Crediop, è ammontato a circa 3.500 miliardi, contro quasi 2.800 nell'anno precedente.

Il saldo attivo di esercizio si è ragguagliato a 153 miliardi, contro 116 nell'anno precedente; l'utile medio per cento lire intermediate è salito allo 0,23 e ha raggiunto lo 0,32 se si esclude l'attività del Crediop (rispettivamente 0,20 e 0,28 per cento nel 1975). Per gli istituti di credito mobiliare l'utile percentuale è notevolmente aumentato, in connessione con l'ampliarsi del divario, verificatosi fin dal 1975, tra ricavi

percepiti sugli impieghi e costo della raccolta obbligazionaria; in periodi di ascesa dei tassi di interesse, tale andamento può essere spiegato dalla minore durata media degli impieghi rispetto a quella delle obbligazioni, che comporta una maggiore incidenza dei nuovi flussi di finanziamento concessi a tassi piú elevati. L'utile di esercizio è rimasto al livello dell'anno precedente per gli istituti fondiari e le sezioni opere pubbliche, mentre la tendenza crescente osservata per gli istituti agrari può essere collegata alla migliorata struttura delle loro passività: la quota rappresentata dalle obbligazioni è passata negli ultimi tre anni da un nono a un quarto.

Fig. N 7



Ricavi, costi ed utili degli istituti di credito speciale

(valori medi per cento lire intermediate)

(O) La formazione delle attività finanziarie e il finanziamento degli investimenti

La formazione di attività finanziarie dell'Economia (famiglie e imprese) mostra nel 1976 un rallentamento, dopo la sostenuta espansione del 1975: essa è ammontata nell'anno in esame a 30.643 miliardi, pari a un tasso di incremento sulle consistenze del 16,9 per cento, contro 28.273 miliardi e 18,2 per cento nell'anno precedente. La decelerazione nella formazione di risparmio finanziario trova conferma nell'andamento del rapporto tra attività finanziarie e prodotto interno lordo, sceso al 21,6 per cento dal 24,8 del 1975, anno in cui il rapporto si era collocato in prossimità dei livelli massimi del biennio 1972-73 (tavv. O 1 e O 4).

Tav. O 1

ATTIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA E FINANZIAMENTI COMPLESSIVI (1)

(rapporti percentuali con il PIL e tassi d'incremento)

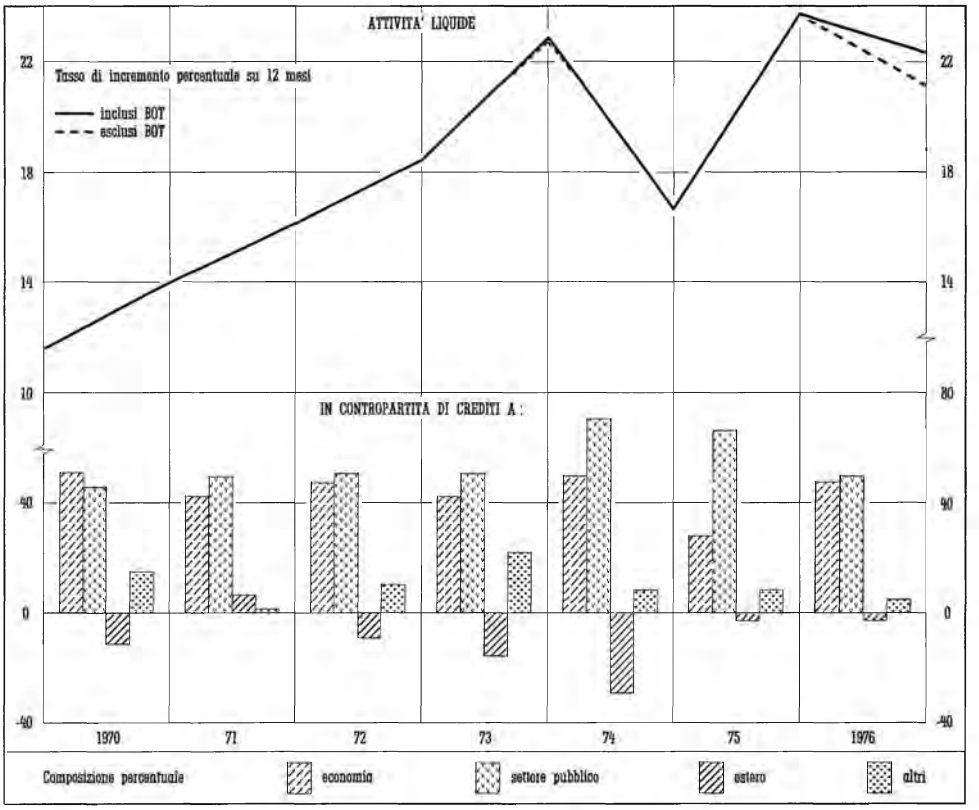
Anni	Variaz. delle attività finanz. / PIL	Finanziamenti complessivi / PIL	Tassi d'incremento percentuale		
			attività finanziarie	attività liquide	finanziamenti complessivi
1965	15,3	11,6	12,4	15,2	9,4
1968	17,4	13,7	11,8	12,8	9,7
1969	17,0	14,1	11,7	11,6	10,2
1970	16,6	16,4	11,1	14,0	11,7
1971	20,4	20,5	13,8	16,1	14,5
1972	25,2	23,3	16,8	18,4	16,3
1973	26,2	28,3	17,7	19,9	19,9
1974	16,1	22,1	11,2	16,7	15,7
1974 (2)	*14,9*	*20,9*	*10,4*	*16,7*	*14,9*
1975	24,8	28,5	18,2	23,6	20,4
1975 (2)	*25,8*	*29,6*	*19,0*	*23,6*	*21,2*
1976	21,6	24,4	16,9	22,3	18,0
1976 (2)	*20,6*	*23,4*	*16,1*	*22,3*	*17,3*
Media 1964-1973	*19,2*	*18,0*	*11,9*	*14,2*	*11,7*

(1) I finanziamenti complessivi comprendono quelli all'Economia e quelli al settore pubblico. — (2) Al netto dei depositi vincolati presso BI.

La composizione del flusso di attività finanziarie complessive è stata influenzata dall'evoluzione dei differenziali di rendimento a favore delle attività a breve termine e dalle persistenti attese inflazionistiche: le attività liquide sono infatti aumentate a un tasso piú elevato di quello delle attività complessive, sebbene inferiore a quello fatto regi-

strare nel 1975 (22,3 per cento contro 23,6). Qualora si escludano i buoni ordinari del Tesoro, aumentati nell'anno in misura rilevante e il cui grado di liquidità è inferiore a quello delle altre componenti delle attività liquide, il tasso di incremento di queste ultime mostra una flessione piú accentuata, scendendo al 21,2 per cento (fig. O 1).

Fig. O 1



Attività liquide e loro contropartite

Il rallentamento nella formazione di attività finanziarie ha interessato sia il settore famiglie sia, qualora si escluda il deposito vincolato sugli acquisti di valuta, il settore imprese. Per le famiglie l'andamento è connesso con la riduzione della quota del reddito disponibile sul prodotto lordo, con una modesta diminuzione della propensione al risparmio, dopo il rilevante aumento del 1975, e con una ripartizione del risparmio stesso che ha avvantaggiato gli impieghi in beni reali nei confronti delle attività finanziarie. Le imprese, dal canto loro, in presenza di un notevole miglioramento delle aspettative di domanda e di elevati livelli dei tassi di interesse, hanno aumentato la velocità di circolazione dei saldi liquidi accumulati nel corso del 1975.

La descritta formazione di attività finanziarie dell'Economia è derivata da una espansione dei finanziamenti complessivi ai settori interni utilizzatori finali delle risorse (Economia e settore pubblico) di 34.652 miliardi (32.550 nel 1975) e da un disavanzo di parte corrente verso l'estero di 2.340 miliardi (377 nell'anno precedente). Il credito totale interno, secondo la definizione concordata con gli organismi internazionali, è aumentato nell'anno di 33.284 miliardi, contro 30.824 nel 1975, pari a un tasso di sviluppo rispettivamente del 19,8 e del 22,4 per cento. Ove non si tenga conto del fabbisogno di fondi per la costituzione del deposito vincolato sugli acquisti di valuta, i tassi di incremento del credito passano dal 23,3 per cento nel 1975 al 18,9 nel 1976 (tavv. O 2 e O 3).

Tav. O 2

CREDITO TOTALE INTERNO NEL 1976

(variazioni in miliardi di lire e tassi di incremento percentuale)

Voci	Trimestri				Anno
	I	II	III	IV	
	(variazioni in miliardi di lire)				
Fabbisogno del settore statale (1)	2.353	2.750	4.299	4.132	13.534
di cui: finanziamenti al Tesoro da BI-UIC (2)	*2.426*	*3.260*	*1.148*	*2.219*	*9.053*
Finanziamenti al settore non statale (3)	5.129	2.694	5.235	6.692	19.750
Credito totale interno	7.482	5.444	9.534	10.824	33.284
	(tassi di incremento percentuale)				
Fabbisogno del settore statale					
nel trimestre	*4,0*	*4,5*	*6,7*	*6,0*	
nei 12 mesi terminanti alla fine del trimestre	*30,4*	*27,6*	*27,6*	*22,9*	
Finanziamenti al settore non statale					
nel trimestre (4)	*7,9*	*2,5*	*5,0*	*1,6*	
nei 12 mesi terminanti alla fine del trimestre	*22,4*	*20,0*	*19,9*	*18,1*	
Credito totale interno					
nel trimestre (4)	*6,5*	*3,2*	*5,6*	*3,2*	
nei 12 mesi terminanti alla fine del trimestre	*25,1*	*22,6*	*22,5*	*19,8*	

(1) Il settore statale comprende Tesoro, Cassa DD.PP e aziende autonome. Il fabbisogno del settore è al netto dei finanziamenti del Tesoro agli istituti di credito speciale e delle operazioni di consolidamento dei debiti pregressi di enti territoriali e mutualistici. – (2) Al netto della parte in contanti delle operazioni di consolidamento di cui alla nota (1). – (3) Il settore non statale comprende l'Economia e gli enti pubblici non inclusi nel settore statale. I finanziamenti al settore comprendono le operazioni di consolidamento di cui alla nota (1). – (4) Dati depurati dei fattori stagionali.

Il riferimento al credito totale interno come obiettivo intermedio della politica monetaria rende esplicito il vincolo posto alla espansione interna dall'evoluzione dei conti con l'estero. Determinato il volume

del credito totale interno compatibile con l'andamento dell'attività economica e degli investimenti e con il saldo desiderato delle partite correnti, scostamenti negativi da quest'ultimo del saldo effettivo si scaricano, nell'immediato, sulle attività finanziarie liquide delle imprese, con riflessi sui tassi di interesse e sui movimenti di capitali con l'estero; conducono, successivamente, alla riduzione delle scorte e degli investimenti fissi, con effetti diretti e indiretti sul saldo dei conti con l'estero, oltre che sul livello dell'attività economica. Variazioni del reddito e dei tassi d'interesse influenzano, inoltre, la domanda di attività finanziarie delle famiglie e la loro composizione, modificando ulteriormente l'offerta di fondi alle imprese.

Il riferimento a un aggregato ampio, quale quello del credito totale, in luogo di uno piú limitato costituito dal solo credito bancario, trova giustificazione nella sostituibilità tra le componenti liquide e non liquide delle attività finanziarie e nella instabilità della relativa composizione nelle fasi del ciclo.

Tav. O 3

FINANZIAMENTI AI SETTORI NAZIONALI UTILIZZATORI FINALI DELLE RISORSE

Voci	Flussi					
	Media 1966-74	1972	1973	1974	1975	1976
	(miliardi di lire)					
Finanziamenti complessivi a:						
Economia (1)	7.822	10.062	14.958	12.604	17.664	20.741
di cui: imprese pubbliche	*2.000*	*3.000*	*3.750*	*3.940*	*6.040*	*5.690*
Settore pubblico consolidato (2) . .	4.459	6.401	8.412	9.722	14.886	13.911
Totale . . .	12.281	16.463	23.370	22.326	32.550	34.652
	(composizioni percentuali)					
Finanziamenti complessivi a:						
Economia	*63,7*	*61,1*	*64,0*	*56,5*	*54,3*	*59,9*
di cui: imprese pubbliche	*16,3*	*18,2*	*16,0*	*17,6*	*18,6*	*16,4*
Settore pubblico consolidato	*36,3*	*38,9*	*36,0*	*43,5*	*45,7*	*40,1*
Totale . . .	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*	*100,0*

(1) I finanziamenti al settore per gli anni 1975 e 1976 includono le operazioni di consolidamento di debiti pregressi degli enti mutualistici nei confronti di ospedali e case di cura (pari rispettivamente a 2.246 e 404 miliardi nei due anni). Per il 1973 il dato è fornito al netto della quota di prestiti compensativi depositata presso la Banca d'Italia, mentre per il 1974 include l'utilizzo di tali depositi. Per quest'ultimo anno il dato è inoltre corretto di una stima della discontinuità nella serie degli impieghi bancari connessa con l'entrata in vigore delle nuove statistiche bancarie. — (2) Esclusi i fondi forniti dal settore pubblico direttamente e indirettamente all'Economia. Sono escluse anche le operazioni di consolidamento di cui alla nota (1).

L'espansione del credito totale interno nell'anno in esame ha superato di 3.780 miliardi il limite di 29.500 miliardi concordato con la CEE nell'ambito del sostegno finanziario a medio termine. L'eccedenza ha riguardato interamente il settore non statale, in connessione con la maggiore espansione dell'attività economica rispetto alle previsioni e con l'introduzione del deposito previo sugli acquisti di valuta.

Il rapporto tra finanziamenti complessivi e prodotto lordo, al netto dell'effetto del deposito previo, è stato pari nel 1976 a 23,4 per cento, contro 29,6 nell'anno precedente. Il rapporto, calcolato su dati destagionalizzati, si è ragguagliato, rispettivamente, al 34, all' 11 e al 25 per cento nei primi tre trimestri del 1976. L'impatto delle misure restrittive prese nei primi mesi dell'anno, manifestatosi nel secondo trimestre attraverso una decelerazione del tasso di aumento del credito, dopo l'inusitata espansione di gennaio, si è progressivamente attenuato nel corso dell'estate; nel quarto trimestre il rapporto tra finanziamenti complessivi e prodotto lordo è leggermente disceso, passando al 23 per cento, per effetto del contingentamento degli impieghi bancari, peraltro in parte compensato da rimborsi netti del deposito previo e dalla sostituzione delle aziende di credito alle imprese nel finanziamento di una quota dei depositi vincolati di nuova costituzione.

La ripartizione dei finanziamenti complessivi fra l'Economia e il settore pubblico, che negli ultimi anni aveva avvantaggiato quest'ultimo in misura crescente, mostra nell'anno in esame un parziale riequilibrio in favore dell'Economia, che ha utilizzato crediti per 20.741 miliardi (17.664 nel 1975), pari al 59,9 per cento del totale (54,3 per cento nell'anno precedente). Tale valore si colloca tuttavia al di sotto di quello medio osservato nel periodo 1966-1974 (63,7 per cento). Ancora piú accentuato risulta l'aumento della quota di finanziamenti al settore privato dell'Economia, per effetto del piú ridotto utilizzo di fondi da parte delle imprese pubbliche, la cui importanza relativa è passata dal 18,6 al 16,4 per cento dei finanziamenti complessivi. Il settore pubblico — al netto delle operazioni di consolidamento dei debiti degli enti mutualistici nei confronti degli ospedali e delle case di cura — ha ricevuto fondi per un ammontare inferiore a quello del 1975 (13.911 miliardi contro 14.886) in conseguenza soprattutto della riduzione del disavanzo corrente determinata dal maggiore prelievo fiscale (tav. O 3).

La composizione dei finanziamenti all'Economia riflette le descritte difficoltà di reperire fondi a medio e a lungo termine sul mercato obbligazionario, direttamente o attraverso l'intermediazione degli istituti di

Tav. O 4

ATTIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA E LORO CONTROPARTITE

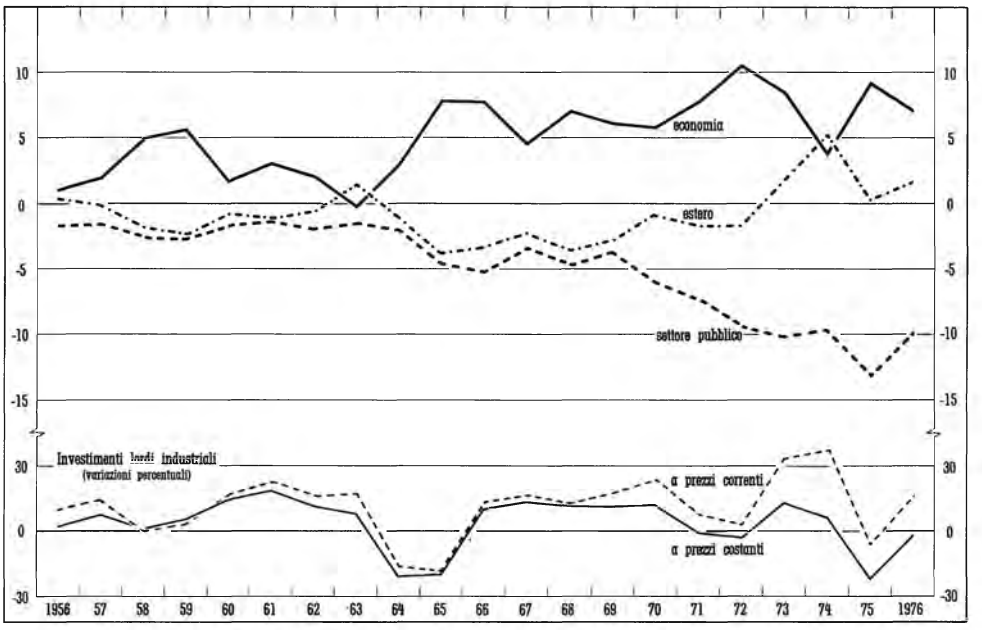
(consistenze e variazioni in miliardi di lire)

Voci	Consistenze alla fine del 1975	Flussi					
		1975	1976				
			Anno	trimestri			
				I	II	III	IV
ATTIVITA' FINANZIARIE:							
Sull'Interno	165.733	27.495	32.346	5.462	6.547	5.352	14.985
Circolante	12.304	1.705	1.644	–443	892	–309	1.504
Depositi: postali e presso Tesoro	13.320	2.309	2.608	893	130	325	1.260
bancari	96.289	19.284	21.583	3.309	2.004	3.218	13.052
Altri depositi, buoni fruttif. e BOT	3.968	782	1.355	4	524	299	528
Titoli a reddito fisso	17.223	2.345	707	984	–118	–90	–69
Azioni e partecipazioni	12.134	961	1.509	337	429	241	502
Depositi vincolati presso BI (1)	–	–1.237	1.427	–	2.308	1.290	–2.171
Altre attività finanziarie	10.495	1.346	1.513	378	378	378	379
Sull'Estero	15.342	778	–1.703	–176	–222	–81	–1.224
TOTALE	**181.075**	**28.273**	**30.643**	**5.286**	**6.325**	**5.271**	**13.761**
A FRONTE DI FINANZIAMENTI A:							
ECONOMIA	126.506	17.664	20.741	5.490	3.102	5.336	6.813
Dall'Interno	115.415	16.744	20.724	5.536	3.083	5.242	6.863
Debiti verso: Aziende di credito (2)	52.954	7.138	11.657	2.632	1.877	3.454	3.694
Istituti speciali	32.211	4.998	4.147	1.321	239	913	1.674
Obbligazioni	9.111	1.410	1.027	681	–65	259	152
Azioni e partecipazioni	11.712	1.083	1.768	401	493	305	569
Fondi di dotazione	3.600	510	832	213	74	42	503
Finanziamenti da Enti locali	1.681	426	284	71	71	71	71
Altre passività finanziarie (3)	4.146	1.179	1.009	217	394	198	200
Dall'Estero	11.091	920	17	–46	19	94	–50
ESTERO (4)	–562	–377	–2.340	–1.124	–1.198	698	–716
SETTORE PUBBLICO (consolidato) (5)	65.647	14.886	13.911	2.365	2.782	4.452	4.312
PARTITE NON CLASSIFICABILI (6)	–10.516	–3.900	–1.669	–1.445	1.639	–5.215	3.352
TOTALE	**181.075**	**28.273**	**30.643**	**5.286**	**6.325**	**5.271**	**13.761**
SALDO FINANZ. DELL'ECONOMIA	**54.569**	**10.609**	**9.902**	**–204**	**3.223**	**–65**	**6.948**

(1) Per il 1976 tali depositi sono al netto della quota finanziata direttamente dalle aziende di credito. – (2) Includono le operazioni di consolidamento in titoli dei debiti degli enti mutualistici verso ospedali (pari a 1.709 miliardi nel 1975, 173 miliardi nel 1976 ed a 25. 110. 30 e 8 miliardi rispettivamente nei quattro trimestri del 1976). – (3) Includono i consolidamenti in contanti dei debiti degli enti mutualistici verso ospedali (per il rimborso di fornitori) e case di cura (pari a 537 miliardi nel 1975, 231 miliardi nel 1976 e 9, 181, 16 e 25 miliardi rispettivamente nei quattro trimestri del 1976). – (4) Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti economica. – (5) Al netto delle operazioni di consolidamento di cui alle note (2) e (3). – (6) Sono compresi gli sfasamenti.

credito speciale: la quota dei debiti a medio e a lungo termine sul totale dei fondi esterni affluiti all'Economia è infatti diminuita dal 41,5 per cento nel 1975 al 32,5 per cento nel 1976. Al peggioramento della struttura debitoria del settore si è contrapposto l'aumento dei mezzi propri delle imprese sul totale delle passività, dovuto soprattutto al miglioramento dell'autofinanziamento.

Fig. O 2



Saldi finanziari dei settori
(rapporti con il PIL)

Il saldo finanziario dell'Economia, in connessione con l'aumento della produzione e degli investimenti a prezzi correnti, è passato da 10.609 miliardi nel 1975 a 9.902 nell'anno in esame, pari rispettivamente al 9,3 e al 7 per cento del prodotto interno lordo. Questo andamento è il risultato di una leggera diminuzione del disavanzo finanziario delle imprese rispetto al prodotto lordo e di una sensibile riduzione dell'avanzo delle famiglie. A fronte di tale evoluzione il disavanzo del settore pubblico, diminuito in valore assoluto nei confronti dell'anno precedente (13.911 miliardi contro 14.886 nel 1975), ha ridotto il suo peso relativo rispetto al prodotto lordo dal 13 al 9,8 per cento, mentre il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti è nuovamente aumentato (2.340 miliardi contro 377 nel 1975), passando dallo 0,3 all'1,7 per cento del prodotto lordo (fig. O 2).

Risparmio e attività finanziarie delle famiglie.

La crescita della ricchezza finanziaria delle famiglie è risultata nell'anno in esame di 22.233 miliardi, pari a un tasso di incremento del 17,4 per cento, contro 21.339 miliardi e il 19,9 per cento nel 1975: il rapporto fra la formazione di attività finanziarie e il reddito disponibile è passato dal 21,8 per cento nel 1975 al 18,9 per cento nel 1976 (tav. O 5) .

Tav. O 5

ANALISI DEL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE (1)

Voci	Consistenze a fine		Flussi				
	1965	1975	media 1966-75	1973 (2)	1974	1975	1976
	(miliardi di lire)						
Biglietti e monete	3.118	10.137	703	1.282	951	1.411	1.364
Depositi bancari	10.117	64.063	5.402	8.363	11.962	12.784	15.102
Depositi postali	3.293	11.849	781	1.486	564	2.056	2.238
BOT	6	216	25	187	−14	55	1.126
Altri depositi e buoni fruttiferi	681	3.748	318	390	225	725	−54
Titoli a reddito fisso (3)	5.633	16.913	1.068	1.421	−1.541	2.429	699
Azioni (4)	5.911	2.393	139	252	24	393	400
Riserve matematiche	2.864	9.492	685	779	1.051	1.231	1.404
Attività sull'estero	2.126	8.723	770	554	516	255	−46
TOTALE	**33.749**	**127.534**	**9.891**	**14.714**	**13.738**	**21.339**	**22.233**
	(composizioni percentuali)						
Biglietti e monete	*9,2*	*7,9*	*7,1*	*8,7*	*6,9*	*6,6*	*6,1*
Depositi bancari	*30,0*	*50,3*	*54,6*	*56,8*	*87,1*	*59,9*	*67,9*
Depositi postali	*9,8*	*9,3*	*7,9*	*10,1*	*4,1*	*9,6*	*10,1*
BOT	..	*0,2*	*0,3*	*1,3*	*−0,1*	*0,3*	*5,1*
Altri depositi e buoni fruttiferi	*2,0*	*2,9*	*3,2*	*2,6*	*1,6*	*3,4*	*−0,2*
Titoli a reddito fisso (3)	*16,7*	*13,3*	*10,8*	*9,7*	*−11,2*	*11,4*	*3,1*
Azioni (4)	*17,5*	*1,9*	*1,4*	*1,7*	*0,2*	*1,8*	*1,8*
Riserve matematiche	*8,5*	*7,4*	*6,9*	*5,3*	*7,7*	*5,8*	*6,3*
Attività sull'estero	*6,3*	*6,8*	*7,8*	*3,8*	*3,7*	*1,2*	*−0,2*
TOTALE	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

(1) Dati parzialmente stimati. – (2) I dati sono corretti dei movimenti accidentali di fine 1972. – (3) Per il 1974 il dato è stato calcolato tenendo conto della discontinuità nella serie dei titoli di proprietà delle aziende di credito connessa con l'entrata in vigore delle nuove statistiche bancarie. – (4) La consistenza delle azioni a fine 1975 depurata delle variazioni dei corsi avvenute dal 1965 ammonta a 7367 miliardi, pari al 5,6 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie.

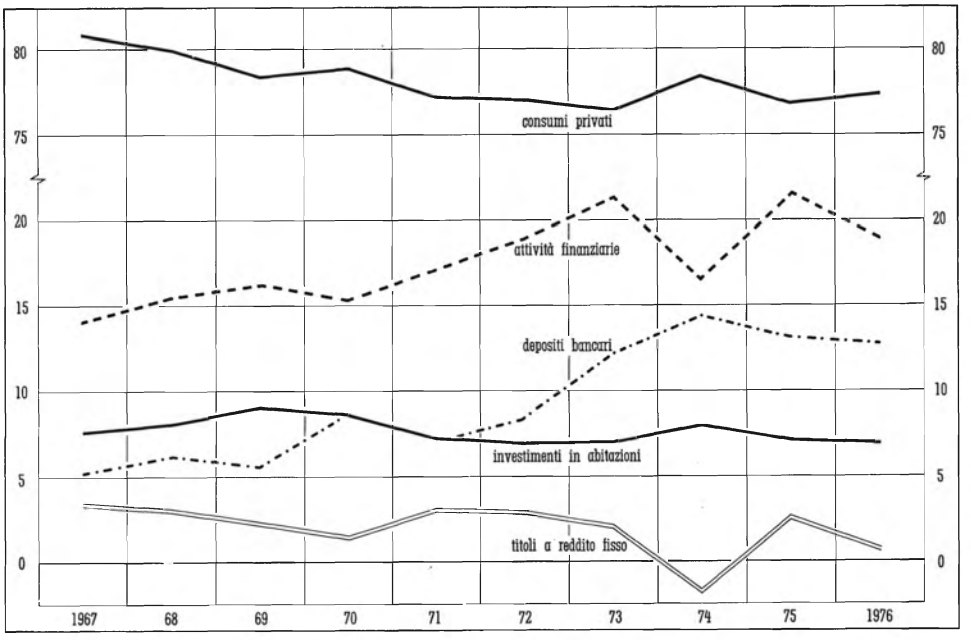
Con il riaccendersi del processo inflazionistico è ripreso l'impiego in beni reali da parte delle famiglie, dopo l'andamento poco sostenuto

osservato nel 1975; in particolare è apparsa in ripresa la domanda di abitazioni, nonostante le difficoltà di accesso al credito, l'elevato costo di quest'ultimo e le incertezze legate all'introduzione della nuova disciplina dei fitti. Il maggiore impiego di disponibilità delle famiglie, in presenza di una diminuzione del volume di appartamenti ultimati, indica una riduzione degli immobilizzi delle imprese, che hanno cosí potuto accrescere la quota di autofinanziamento delle nuove costruzioni. Le aspettative di deprezzamento della lira hanno determinato nella prima parte del 1976 un aumento delle attività sull'estero delle famiglie; a tale deflusso di capitali ha fatto peraltro seguito nella seconda parte dell'anno un rientro di fondi, per effetto sia degli elevati livelli dei tassi interni rispetto a quelli esteri, sia della nota legge sugli illeciti valutari, sicché nel complesso dell'anno le esportazioni di capitali sono risultate quasi nulle.

La composizione delle attività finanziarie di nuova formazione appare fortemente squilibrata a favore delle attività liquide, la cui importanza relativa sul totale è salita dal 76,4 per cento nel 1975 all'89,2 per cento nell'anno in esame, allontanandosi sensibilmente dai valori di medio periodo (69,9 per cento in media nel decennio 1966-1975), dopo il parziale aggiustamento realizzato nel 1975. Di conseguenza il peso delle attività liquide sulla consistenza della ricchezza finanziaria complessiva delle famiglie è ulteriormente aumentato, raggiungendo il 70,8 per cento a fine 1976, rispetto al 67,7 per cento alla fine del 1975 e al 49 alla fine del 1965. La tendenza del settore ad aumentare il grado di liquidità del proprio portafoglio finanziario, manifestatasi con particolare intensità nel 1973 e soprattutto nel 1974 per l'accelerazione del processo inflazionistico, è spiegata nell'anno in esame anche dalla diminuzione del differenziale di rendimento tra obbligazioni e attività liquide e dal formarsi di attese di caduta dei corsi dei titoli.

Fra le attività liquide, i depositi bancari sono cresciuti a un tasso inferiore a quello del 1975 (23,6 per cento contro 25), ma la loro importanza relativa nella formazione di attività finanziarie complessive è ulteriormente aumentata, passando dal 59,9 al 67,9 per cento. Il risparmio postale ha mostrato una sostanziale stazionarietà, dopo la ripresa del 1975; la sua quota sul totale delle nuove attività finanziarie si è cosí mantenuta intorno al 10 per cento, in connessione con l'andamento del differenziale negativo di rendimento rispetto ai depositi bancari che, dopo la riduzione avvenuta alla fine del 1975, è di nuovo aumentato per la lievitazione dei tassi bancari. Contenuto è apparso l'aumento del volume di biglietti e monete nelle mani del pubblico, che ha risentito

Fig. O 3



Attività finanziarie delle Famiglie (1)

(variazioni in rapporto al reddito disponibile)

(1) Nel grafico sono stati inseriti anche gli andamenti dei consumi e degli investimenti in abitazioni, in rapporto al reddito disponibile, per porli a confronto con l'evoluzione delle attività finanziarie del settore.

negativamente dell'andamento dei tassi a breve termine; il rapporto tra la consistenza media del circolante e il prodotto lordo è cosí sceso dal 10 per cento nel 1975 al 9,2 per cento. L'elemento caratterizzante l'andamento delle attività liquide nel 1976 può essere individuato nel forte aumento delle sottoscrizioni di BOT, la cui quota sulla formazione di attività finanziarie delle famiglie, pressoché nulla nel 1975, si è ragguagliata nel 1976 al 5,1 per cento (corrispondente a un valore assoluto di 1.126 miliardi). Tale andamento è spiegato, oltre che dall'elevatezza dei rendimenti corrisposti sui BOT relativamente alle altre attività finanziarie, dalle aumentate opportunità di accesso a tale mercato offerte al pubblico dall'azione degli agenti di cambio, delle società finanziarie e delle banche.

Tra le componenti delle forme di risparmio a lungo termine, i depositi presso gli istituti speciali, che nel 1975 avevano rappresentato oltre il 3 per cento del risparmio finanziario, sono diminuiti in valore assoluto, per effetto del forte aumento dei tassi a breve. La sottoscrizione di titoli a reddito fisso, dopo il parziale ricupero del 1975, è apparsa in sensibile diminuzione, commisurandosi al 3,1 per cento delle

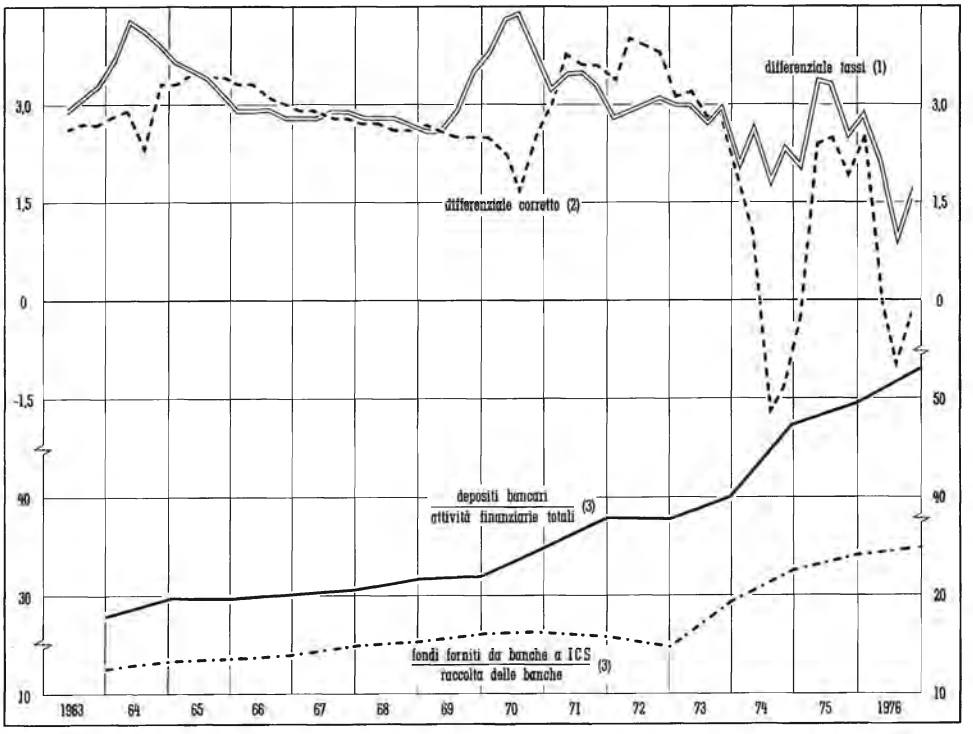
nuove attività finanziarie; l'importanza relativa dei titoli sulla consistenza della ricchezza finanziaria, che tra il 1965 e il 1972 si era accresciuta dal 16,7 al 18,8 per cento, è in seguito progressivamente diminuita, ragguagliandosi a fine 1976 all' 11,8 per cento. Questo andamento appare determinato, oltre che dalle considerevoli perdite subite dai possessori di valori mobiliari per effetto della diminuzione del valore capitale dei titoli, dalla persistente situazione di incertezza sull'andamento dei tassi di interesse, connessa con il prevalere delle fasi di oscillazione degli stessi rispetto a quelle di stazionarietà: tale fenomeno ha introdotto un elevato rischio negli investimenti in titoli, annullando lo spostamento verso tale forma di risparmio, favorito, nella seconda metà degli anni sessanta, dalla politica di stabilizzazione dei corsi.

La domanda di azioni è rimasta su livelli modesti, commisurandosi a meno del 2 per cento del risparmio complessivo, sia per le incerte prospettive sull'evoluzione dei corsi, sia per la scarsità di aumenti di capitale di società che effettuano l'aumento con offerta delle azioni al pubblico. E' cosí proseguita la riduzione dell'importanza relativa del portafoglio azionario sulla ricchezza finanziaria delle famiglie; tale quota, che alla fine del 1965 si ragguagliava al 17,5 per cento, è passata all' 1,9 per cento alla fine del 1976. La continua caduta del peso di questa forma di impiego della ricchezza delle famiglie deriva solo marginalmente dalla flessione dei corsi ed è invece essenzialmente dovuta alla esiguità degli acquisti netti da parte dei privati. Tale comportamento dipende dai risultati particolarmente negativi offerti dall'investimento azionario sia in termini di reddito sia in termini di conservazione del valore del capitale, dall'aumento del rischio e dalla maggiore onerosità del trattamento fiscale rispetto alle altre forme di investimento finanziario del risparmio.

Il descritto comportamento delle famiglie nell'allocazione del risparmio finanziario accentua l'interazione tra le scelte delle autorità monetarie circa la struttura dei tassi di rendimento e la ripartizione fra i diversi mercati del processo di intermediazione finanziaria. Il prevalere di una struttura rovesciata dei tassi di rendimento distinti per scadenza a partire dal 1974 ha condotto a una sensibile crescita dell'importanza dei depositi bancari nel portafoglio delle famiglie e, quindi, della quota di intermediazione delle aziende di credito, con la conseguenza di un forte aumento della trasformazione delle scadenze che esse hanno operato.

Il fenomeno appare evidente se si mette a confronto l'andamento del differenziale di rendimento fra obbligazioni mobiliari e depositi bancari con quello del rapporto tra depositi bancari e attività finanziarie delle famiglie, da una parte, e della quota sulla raccolta complessiva delle aziende di credito dei fondi forniti da queste agli istituti di credito speciale, dall'altra (fig. O 4). Il differenziale di rendimento fra titoli a reddito fisso e depositi bancari, nella parte superiore del grafico, viene presentato anche corretto per una stima delle attese di guadagni o perdite in conto capitale, basata sull'estrapolazione dell'andamento passato dei corsi. Il rapporto fra fondi forniti agli istituti di credito speciale e raccolta complessiva delle aziende di credito può essere considerato indicativo dell'ammontare di « trasformazione delle scadenze » che le aziende di credito effettuano per conciliare la struttura desiderata del risparmio finanziario delle famiglie con quella della domanda di finanziamenti da parte dei settori investitori.

Fig. O 4

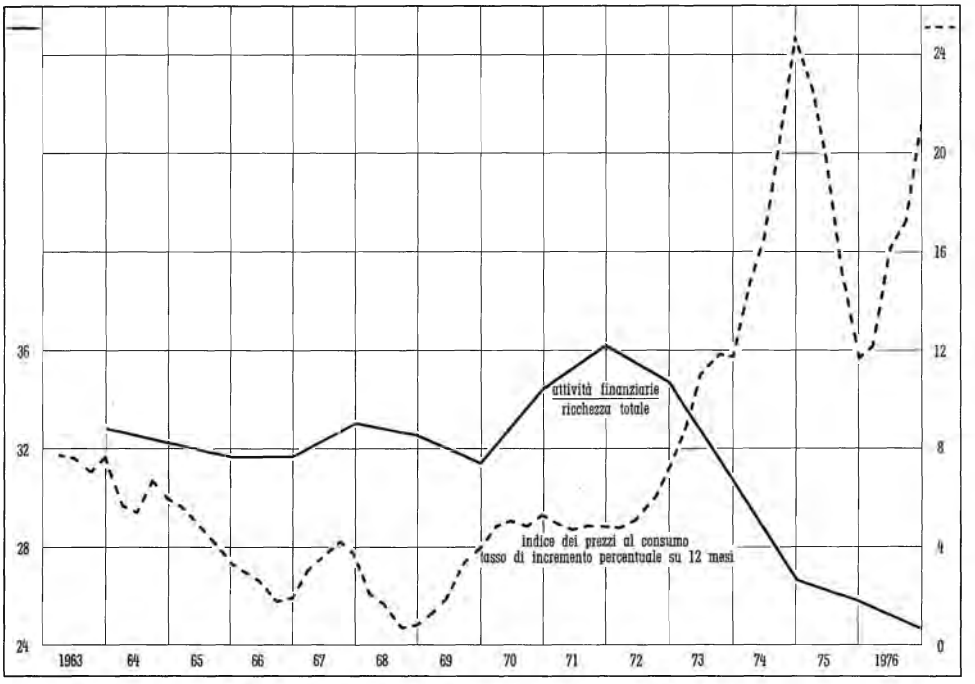


Composizione del portafoglio delle famiglie e struttura dell'intermediazione finanziaria

(1) Rendimento delle obbligazioni mobiliari meno rendimento dei depositi bancari. – (2) Differenziale di cui alla nota (1) corretto per una stima delle attese di guadagni o perdite in conto capitale. – (3) Rapporti sulle consistenze.

Nel 1976 è proseguita l'erosione monetaria del risparmio finanziario delle famiglie, che determina un trasferimento di ricchezza, in termini di potere d'acquisto, a vantaggio dei settori debitori. Poiché il livello medio ponderato dei tassi d'interesse nominali è stato del 9 per cento e l'aumento dei prezzi al consumo, tra il dicembre 1975 e il dicembre 1976, è stato del 22 per cento, risulta un tasso di rendimento

Fig. O 5



Inflazione e composizione della ricchezza delle famiglie

reale negativo pari al 10,7 per cento. Nell'anno in esame la perdita di potere d'acquisto della ricchezza finanziaria delle famiglie è stata compensata solo in parte dall'aumento del valore delle attività reali dello stesso settore, e in particolare delle abitazioni. Se si fa riferimento al periodo 1972-76, si constata che, mentre le attività finanziarie delle famiglie hanno presentato rendimenti reali negativi pari in media al 7 per cento circa all'anno, per il patrimonio immobiliare si può stimare un rendimento reale positivo per l'aumento del valore del capitale pari a circa il 10 per cento. Il divergente andamento, nell'ultimo quinquennio, del rendimento reale della ricchezza finanziaria e di quello delle abitazioni spiega il significativo mutamento nella composizione della ricchezza delle famiglie: la consistenza delle attività finanziarie, che può essere stimata pari al 33 per cento del totale della ricchezza nella media del periodo 1963-1971, è passata al 28 per cento nell'ultimo quinquennio (25 per cento nell'anno in esame; fig. O 5).

Situazione di liquidità e attività finanziarie delle imprese.

Le attività finanziarie delle imprese sono aumentate di 8.410 miliardi (contro 6.934 nel 1975), delle quali 1.430 miliardi costituite da attività vincolate presso la Banca d'Italia a fronte di acquisti

di valuta. Al netto di queste ultime, il tasso di incremento delle attività delle imprese è risultato pari al 13 per cento, contro il 17,4 nel 1975. Le attività liquide sono cresciute, nell'anno in esame, di 7.399 miliardi, pari a un tasso di incremento del 20,6 per cento, contro 7.055 miliardi e il 24,3 per cento nel 1975, a fronte di un aumento del prodotto lordo privato del 24,4 e del 13,2 per cento rispettivamente.

Il rapporto fra consistenza media annua delle attività liquide in possesso delle imprese e prodotto lordo privato è passato, nei due anni a confronto, dal 31,6 al 31 per cento; la discesa appare piú accentuata sui dati di fine anno (dal 35,1 al 34 per cento). L'aumento della velocità di circolazione delle attività liquide, in presenza di una espansione dei finanziamenti esterni piú contenuta di quella della produzione in valore, mostra il ruolo svolto da queste attività nell'assicurare elasticità finanziaria alle imprese nelle diverse fasi del ciclo. Il miglioramento delle aspettative e della domanda, da una parte, e l'elevato costo del denaro, dall'altra, hanno indotto le imprese a decumulare i saldi liquidi di natura prevalentemente precauzionale accumulati nel 1975, assorbendo in gran parte su di essi l'impatto delle misure monetarie restrittive adottate nel corso dell'anno; il contenuto ricorso ai fondi a prestito è stato anche favorito dal miglioramento dell'autofinanziamento. E' diminuito inoltre l'ammontare del capitale circolante (scorte e attività finanziarie liquide) in rapporto alla produzione in valore, mentre ne è mutata sensibilmente la composizione a favore delle attività reali, come riflesso dell'atteggiamento espansivo delle imprese.

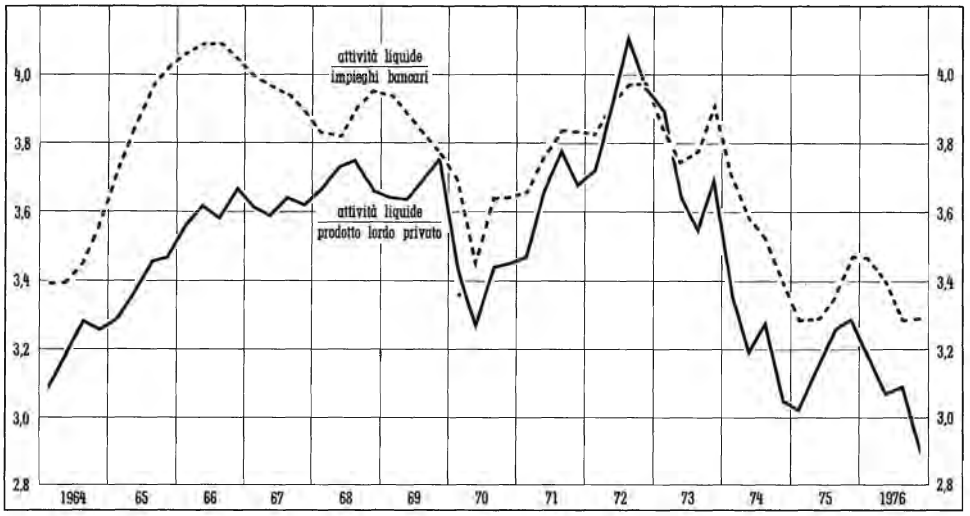
Questo comportamento risulta con evidenza dall'osservazione del profilo temporale nel corso dell'anno sia del rapporto fra attività liquide e prodotto lordo privato, sia di quello fra attività liquide e passività finanziarie a breve termine del settore (fig. O 6). Questo secondo rapporto può essere considerato, in prima approssimazione, come rappresentativo della ripartizione del capitale circolante fra componente reale e componente finanziaria, nell'ipotesi che in media il capitale circolante sia finanziato con fondi a prestito a breve termine.

L'aumento della velocità di circolazione delle attività liquide, manifestatosi a partire dal primo trimestre in connessione con l'accelerazione dell'attività produttiva, si è fortemente accentuato, per l'adozione dei provvedimenti monetari restrittivi, nel secondo e nel quarto trimestre dell'anno. L'assenza, nell'anno, di sensibili effetti della politica monetaria sull'andamento della produzione è confermata dalla contemporanea caduta del rapporto fra attività liquide e impieghi bancari: essa indica infatti che le imprese hanno economizzato mezzi finanziari solo marginalmente attraverso la riduzione delle scorte di beni reali rispetto alla produzione in valore.

Una ulteriore informazione è fornita dall'esame dell'andamento relativo dei due indicatori presentati. Poiché essi hanno lo stesso numeratore, le divergenze nel loro andamento dipendono da mutamenti — ciclici o « strutturali » — nella relazione tra fondi propri e fondi a prestito nel finanziamento della produzione,

siano essi dovuti a variazioni dell'autofinanziamento o a mutamenti della relazione desiderata tra attività liquide e produzione in valore. Così l'avvicinamento delle due curve osservato nel periodo 1966-69 riflette il progressivo peggioramento del risparmio d'impresa, mentre la divergenza riscontrabile tra il 1973 e il 1975 è imputabile alla caduta del rapporto desiderato fra moneta e produzione, in relazione all'accelerazione dell'inflazione e al costo « di opportunità » crescente dei saldi liquidi inutilizzati. Per il 1976, il processo di sostituzione di fondi propri a fondi a prestito è legato anche, come si è detto, al sensibile miglioramento dell'autofinanziamento.

Fig. O 6



Indicatori della situazione di liquidità del settore imprese (1)

(1) Dati depurati della stagionalità.

Il deterioramento della situazione di liquidità delle imprese appare confermato dall'andamento dei crediti commerciali a breve termine (netti) dall'estero i quali mostrano, nell'anno, un rilevante aumento, in quanto i crediti alle importazioni hanno superato di 1.445 miliardi quelli alle esportazioni; il fenomeno ha assunto particolare rilevanza nel quarto trimestre, in connessione con i provvedimenti valutari adottati nel corso dell'anno e con il contingentamento degli impieghi bancari.

Per quanto riguarda le attività a medio e a lungo termine, l'acquisizione di azioni e partecipazioni è risultata in sensibile aumento rispetto ai valori già elevati del 1975 (1.109 miliardi nel 1976 contro 568 miliardi nell'anno precedente), principalmente in conseguenza della tendenza dei gruppi di controllo a mantenere invariata la quota di partecipazione al capitale e della difficoltà di collocare le nuove emissioni sul mercato. Infine per le attività finanziarie sull'estero (mutui, titoli e altre attività a lungo termine) è stato registrato un disinvestimento di 214 miliardi.

Il finanziamento delle imprese.

I finanziamenti complessivi ricevuti dalle imprese, corretti dei trasferimenti connessi al consolidamento dei debiti degli enti mutualistici, sono ammontati nel 1976 a 19.747 miliardi, pari a un tasso d'incremento del 17,6 per cento, contro 16.667 miliardi e il 16,5 per cento del 1975. Se si tiene conto della quota del deposito obbligatorio effettivamente finanziata dagli importatori, i fondi utilizzati dal settore passano da un tasso di sviluppo del 17,8 per cento nel 1975 a uno del 16,3 nel 1976 (tav. O 6).

Tav. O 6

PASSIVITA' FINANZIARIE DELLE IMPRESE

(tassi di incremento e rapporti con prodotto lordo e investimenti)

Anni	Finanziamenti alle Imprese				Crediti al settore costruzioni
	tassi di incremento percentuale	rapporti percentuali			
		prodotto lordo privato (1)	investimenti lordi privati (2)	(3)	investim. lordi in abitazioni (4)
1971	11,9	13,1	60,9	86,5	32,0
1972	13,5	14,7	69,7	98,9	33,6
1973	16,8	17,7	69,1	91,6	50,5
1974	13,5	13,6	48,5	64,3	19,2
1974 (5)	*12,1*	*12,2*	*43,6*	*57,8*	*19,2*
1975 (6)	16,5	16,3	79,5	114,7	33,6
1975 (5) (6)	*17,8*	*17,5*	*85,4*	*123,2*	*33,6*
1976 (6)	17,6	15,5	63,9	84,3	29,2
1976 (5) (6)	*16,3*	*14,4*	*59,3*	*78,2*	*29,2*
Media 1964-1973	*9,5*	*12,1*	*54,6*	*78,6*	*34,8*

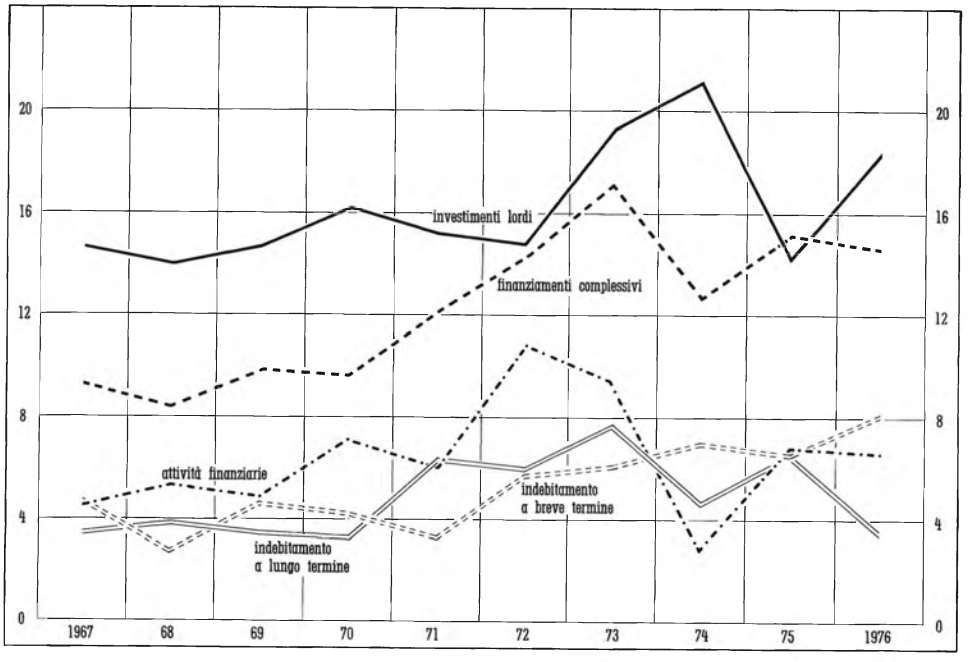
(1) Ai prezzi di mercato. – (2) Comprese abitazioni. – (3) Escluse abitazioni. – (4) Escluse le abitazioni finanziate dal settore pubblico. – (5) Al netto dei depositi vincolati presso BI. – (6) Includono le operazioni di consolidamento dei debiti degli enti mutualistici verso ospedali e case di cura.

Il fabbisogno di fondi da parte delle imprese è risultato piú elevato rispetto all'anno precedente, per effetto essenzialmente della forte espansione dell'attività produttiva, che ha indotto nella prima parte del 1976 un accumulo di scorte di materie prime, anche in connessione con le attese di svalutazione della lira; dell'aumento degli investimenti fissi lordi a prezzi correnti; della introduzione del deposito previo sugli acquisti di valuta.

La parte del fabbisogno coperta con il ricorso a fondi esterni, al netto di quelli utilizzati per costituire il deposito previo, si è ragguagliata al 14,4 per cento del prodotto lordo privato e al 59,3 per cento degli investimenti lordi dello stesso settore, contro rispettivamente il 17,5 e l'85,4 per cento nel 1975. Il contenuto aumento del credito non si è tuttavia riflesso negativamente sul livello dell'attività produttiva e degli investimenti, in quanto le imprese hanno trovato compenso nell'aumento della velocità di circolazione dei saldi liquidi disponibili e nel maggior volume di risparmio interno.

I finanziamenti ottenuti dalle imprese mostrano un andamento alterno nel corso dell'anno. Le misure restrittive prese nei primi mesi del 1976 hanno determinato un sensibile rallentamento del credito, il cui tasso di sviluppo, calcolato su dati depurati della componente stagionale e riferito all'anno, è passato dal 29 per cento nel primo trimestre al 12 per cento nel secondo. Nel terzo trimestre lo sviluppo dei finanziamenti complessivi ha presentato una nuova accelerazione commisurandosi al 19 per cento su base annua, per poi rallentare nuovamente negli ultimi tre mesi dell'anno (10 per cento), in seguito all'imposizione di limiti mensili alla crescita degli impieghi bancari.

Fig. O 7



Investimenti lordi, attività e passività finanziarie delle imprese (1)

(variazioni in rapporto al prodotto lordo privato)

(1) Gli investimenti sono al netto di quelli della Pubblica amministrazione e di quelli in abitazioni; le variazioni delle passività finanziarie sono al netto dell'indebitamento per acquisto di abitazioni.

L'andamento dei fondi effettivamente disponibili per le imprese risente però dell'introduzione, in maggio, del deposito vincolato sugli acquisti di valuta e dei modi del suo finanziamento. Il deposito, pari a fine dicembre 1976 a 3.545 miliardi, è stato finanziato per 1.430 miliardi dagli importatori e per la parte rimanente dalle aziende di credito alle quali, a partire da settembre, è stato consentito di effettuare direttamente i versamenti presso la Banca d'Italia per conto degli operatori. Queste modalità di finanziamento si sono tradotte per le imprese in una sterilizzazione di fondi pari a 2.310 miliardi tra maggio e giugno e a 1.290 miliardi nel terzo trimestre; nel quarto trimestre il finanziamento diretto da parte delle aziende di credito di una quota rilevante dei nuovi depositi e i rimborsi di quelli venuti a scadenza hanno determinato per le imprese un riafflusso netto di fondi pari a 2.170 miliardi.

L'introduzione del deposito previo ha accentuato, nel secondo trimestre, l'impatto delle misure restrittive adottate all'inizio dell'anno per fronteggiare la crisi valutaria, mentre tra luglio e ottobre il suo effetto è stato attenuato da un accresciuto ricorso delle imprese al credito bancario; negli ultimi due mesi dell'anno, infine, la decelerazione degli impieghi bancari determinata dall'imposizione dei massimali è stata in parte compensata dal finanziamento di una quota dei nuovi depositi obbligatori effettuato direttamente dalle aziende di credito.

Nell'anno in esame la composizione dei finanziamenti ottenuti dalle imprese si è modificata, come già rilevato, a favore delle forme a breve termine, la cui quota sul totale delle nuove passività finanziarie è salita dal 42,5 per cento nel 1975 al 54,5 per cento (tav. O 7).

La quota dei debiti a breve termine sulla consistenza delle passività finanziarie complessive, passata tra la fine del 1965 e la fine del 1975 dal 28,4 al 39,8 per cento, è cosí ulteriormente aumentata, commisurandosi alla fine dell'anno in esame al 42 per cento. Gli impieghi degli istituti di credito speciale sono ammontati a 3.866 miliardi (19,6 per cento del totale dei crediti) a fronte di 4.532 nel 1975 (27,2 per cento del totale), riflettendo le maggiori difficoltà incontrate dagli istituti nell'approvvigionamento di fondi. Le peggiorate condizioni del mercato dei capitali si sono anche riflesse nella riduzione delle emissioni dirette di obbligazioni da parte delle imprese, essenzialmente pubbliche, che sono scese da 1.376 miliardi nel 1975 a 1.005 nel 1976, passando dall'8,3 al 5,1 per cento dei finanziamenti complessivi.

Tav. O 7

ANALISI DELLA STRUTTURA DEL PASSIVO DI BILANCIO E DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE IMPRESE

Voci	Consistenze a fine		Flussi				
	1965	1975	media 1966-75	1973 (1)	1974 (1)	1975	1976
	(miliardi di lire)						
Debiti: a breve termine (2)	11.364	44.674	2.644	4.608	6.509	7.086	10.750
a medio e a lungo termine	8.436	33.923	2.463	5.172	4.331	5.816	5.114
di cui: istituti speciali	*5.780*	*25.352*	*1.715*	*3.782*	*2.694*	*4.532*	*3.866*
Obbligazioni	3.351	9.192	458	797	96	1.376	1.005
Azioni e partecipazioni (3)	15.487	19.061	746	1.708	743	1.454	1.762
Fondi di dotazione	986	3.600	294	639	237	509	832
Finanziamenti da Enti locali	372	1.681	74	83	367	426	284
Totale	**39.996**	**112.131**	**6.679**	**13.007**	**12.283**	**16.667**	**19.747**
	(composizioni percentuali)						
Debiti: a breve termine	*28,4*	*39,8*	*39,6*	*35,4*	*53,0*	*42,5*	*54,5*
a medio e a lungo termine	*21,1*	*30,3*	*36,9*	*39,8*	*35,3*	*34,9*	*25,9*
di cui: istituti speciali	*14,5*	*22,6*	*25,7*	*29,1*	*12,3*	*27,2*	*19,6*
Obbligazioni	*8,4*	*8,2*	*6,8*	*6,1*	*0,8*	*8,3*	*5,1*
Azioni e partecipazioni	*38,7*	*17,0*	*11,2*	*13,1*	*6,0*	*8,7*	*8,9*
Fondi di dotazione	*2,5*	*3,2*	*4,4*	*4,9*	*1,9*	*3,0*	*4,2*
Finanziamenri da Enti locali	*0,9*	*1,5*	*1,1*	*0,7*	*3,0*	*2,6*	*1,4*
Totale	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

(1) Per il 1973 i debiti a medio e a lungo termine sono al netto della quota di prestiti compensativi depositata presso la Banca d'Italia (589 miliardi); per il 1974 essi includono l'utilizzo del suddetto deposito (492 miliardi). Per il 1974 i debiti verso le aziende di credito sono corretti di una stima della discontinuità nella serie degli impieghi bancari connessa all'entrata in vigore delle nuove statistiche. – (2) Per il 1975 e 1976 includono le operazioni di consolidamento di debiti pregressi degli enti mutualistici, pari rispettivamente a 2.246 e 404 miliardi. – (3) La consistenza delle azioni e partecipazioni calcolata sulla base dell'indice dei corsi a dicembre 1965 ammonta a 30.549 miliardi; la relativa percentuale sul totale delle passività risulta in tal caso pari al 24,7 per cento.

Quanto ai rimanenti strumenti di finanziamento, i conferimenti del Tesoro alle imprese pubbliche si sono commisurati al 4,2 per cento del flusso complessivo di passività, contro il 3 dell'anno precedente, essenzialmente in connessione con l'apporto di 565 miliardi al fondo di dotazione dell'ENEL. La raccolta di fondi attraverso emissioni azionarie è stata pari a 1.762 miliardi (8,9 per cento dei finanziamenti complessivi) contro 1.454 nel 1975 (8,7 per cento del totale).

L'andamento delle emissioni è parso dettato, nella generalità dei casi, dalla necessità di rafforzare la struttura patrimoniale dell'impresa. Per le società quotate, in particolare, si è trattato di operazioni di reintegro del capitale sociale, contestuali a svalutazioni conseguenti a perdite

di esercizio. Poiché la quota delle emissioni azionarie sul totale dei nuovi fondi di origine esterna è rimasta al di sotto del valore di medio periodo, l'importanza del capitale di rischio sulla consistenza delle passività finanziarie complessive è ulteriormente diminuita, raggiungendo il 15,8 per cento a fine 1976, rispetto al 17 alla fine del 1975 e al 38,7 alla fine del 1965. Tale andamento, che riflette la progressiva perdita della capacità di intermediazione da parte del mercato primario delle azioni, è spiegato dal maggior costo della raccolta di capitale di rischio rispetto all'indebitamento, determinato dal trattamento fiscale discriminatorio e dalla scarsa propensione per l'investimento azionario manifestata dalle famiglie.

Il finanziamento delle imprese industriali. — Nel 1976 la quota dei finanziamenti alle imprese industriali (11.009 miliardi, contro 8.884 nel 1975) sul totale dei fondi affluiti all'Economia è aumentata, passando dal 50,3 al 53,1 per cento, in connessione con la fase espansiva del ciclo. Tale aumento ha riguardato le sole imprese private, dalle quali è dipesa in misura prevalente la ripresa della produzione e degli investimenti: i finanziamenti ricevuti da queste

Tav. O 8

FORME DEL FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE IMPRESE INDUSTRIALI PUBBLICHE E PRIVATE (1)

Strumenti finanziari	Flussi in miliardi di lire			Composizione %		
	media 1966-1975	1975	1976	media 1966-1975	1975	1976
Imprese pubbliche	**1.480**	**4.631**	**3.798**	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Impieghi delle aziende di credito	512	1.604	1.617	*34,6*	*34,6*	*42,6*
Mutui degli istituti speciali	280	1.174	68	*18,9*	*25,4*	*1,8*
Obbligazioni	254	1.150	957	*17,1*	*24,8*	*25,2*
Azioni	146	223	394	*9,9*	*4,8*	*10,4*
Conferimenti da capogruppo (2)	161	262	722	*10,9*	*5,7*	*19,0*
Estero	127	218	40	*8,6*	*4,7*	*1,0*
Imprese private	**2.937**	**4.253**	**7.211**	*100,0*	*100,0*	*100,0*
Impieghi delle aziende di credito	1.766	2.502	4.394	*60,1*	*58,8*	*60,9*
Mutui degli istituti speciali	694	904	1.895	*23,6*	*21,2*	*26,3*
Obbligazioni	–42	25	16	*–1,4*	*0,6*	*0,2*
Azioni	469	717	867	*16,0*	*16,9*	*12,0*
Estero	50	105	39	*1,7*	*2,5*	*0,6*

(1) Esclusa l'industria delle costruzioni. – (2) Finanziamenti effettuati dagli enti di gestione mediante utilizzo dei fondi di dotazione, al netto dell'acquisto di azioni.

ultime sono infatti quasi raddoppiati in valore assoluto rispetto all'anno precedente (da 4.253 a 7.211 miliardi), passando dal 24,1 al 34,8 per cento del flusso totale di fondi ricevuti dall'Economia. L'aumento dei finanziamenti a tali imprese ha riguardato sia quelli erogati dalle aziende di credito, sia i mutui degli istituti speciali; la quota di questi ultimi sul totale dei fondi affluiti al settore è salita dal 21,2 per cento nel 1975 al 26,3 per cento nell'anno sotto rassegna, in connessione con l'aumento degli investimenti a prezzi correnti (tav. O 8).

Per le imprese pubbliche si rileva invece una sensibile caduta in valore assoluto dei nuovi finanziamenti (da 4.631 miliardi nel 1975 a 3.798 nel 1976), quale risultato del virtuale blocco dei crediti da parte degli istituti speciali, connesso essenzialmente con l'esaurimento dei fondi stanziati dalla legge per l'industrializzazione del Mezzogiorno. Le difficoltà di finanziamento sembrano rappresentare la causa principale della forte caduta degli investimenti registrata dalle imprese industriali pubbliche (— 11,9 per cento in termini reali); ha fatto eccezione il settore elettrico, in connessione con la ripresa dell'attività di costruzione di centrali elettriche, resa possibile dal versamento di 565 miliardi al fondo di dotazione dell'ENEL.

Dall'analisi della distribuzione dei finanziamenti alle imprese industriali per rami di attività economica risulta una sensibile eterogeneità degli andamenti nei diversi comparti, quale riflesso della diversa evoluzione della produzione e degli investimenti: in particolare, risultano fortemente aumentati i flussi di finanziamento al settore tessile e a quello meccanico e dei mezzi di trasporto, mentre appaiono in diminuzione in valore assoluto i finanziamenti ricevuti dal ramo della chimica, olî minerali e gomma e dalle industrie metallurgiche (tav. O 9).

Le imprese operanti nel settore meccanico e dei mezzi di trasporto hanno utilizzato nel 1976 un flusso di finanziamenti superiore di oltre il 40 per cento a quello dell'anno precedente (2.677 miliardi, contro 1.871 nel 1975), concentrato in massima parte nelle forme a breve.

Ancora piú sensibile appare l'incremento dei finanziamenti ottenuti dalle industrie tessili e affini (vestiario, abbigliamento, pelli e calzature), passati da 594 a 1.306 miliardi, nei due anni a confronto; l'aumento ha riguardato per la quasi totalità gli impieghi delle aziende di credito. Tale andamento si ricollega essenzialmente all'aumento della produzione e degli investimenti del settore.

Sono invece diminuiti, come si è detto, i finanziamenti affluiti al settore della chimica, olî minerali e gomma, passati da 2.192 miliardi nel 1975 a 1.897 miliardi nel 1976, soprattutto per effetto del rimborso

Tav. O 9

FINANZIAMENTI ALL'INDUSTRIA PER RAMI DI ATTIVITA' ECONOMICA

(variazioni in miliardi di lire)

Strumenti finanziari / Rami di attività economica	Impieghi delle aziende di credito	Mutui degli istituti speciali	Obbligazioni	Azioni	Conferimenti da capogruppo (1)	Estero	Totale
				1975			
Industria (2)	**4.106**	**2.078**	**1.175**	**940**	**262**	**323**	**8.884**
Alimentari e affini	456	130	2	97	3	16	704
Meccanica e mezzi di trasporto	696	644	113	268	97	53	1.871
Metallurgica	633	332	−3	153	2	127	1.244
Lavorazione minerali non metalliferi	266	92	..	46	2	7	413
Chimica, olî minerali e gomma	1.091	533	237	215	56	60	2.192
Tessile e affini (3)	387	78	−1	117	–	13	594
Legno, carta e affini	252	76	1	31	2	12	374
Energia elettrica, gas, acqua	199	163	824	4	100	29	1.319
Varie (4)	126	30	2	9	–	6	173
				1976			
Industria (2)	**6.011**	**1.963**	**973**	**1.261**	**722**	**79**	**11.009**
Alimentari e affini	414	236	7	77	9	−11	732
Meccanica e mezzi di trasporto	1.325	503	102	669	44	34	2.677
Metallurgica	738	82	6	40	12	68	946
Lavorazione minerali non metalliferi	254	124	2	28	6	2	416
Chimica, olî minerali e gomma	1.038	681	−98	196	81	−1	1.897
Tessile e affini (3)	930	181	8	191	–	−4	1.306
Legno, carta e affini	588	123	5	49	5	8	778
Energia elettrica, gas, acqua	313	−40	942	3	565	−18	1.765
Varie (4)	411	73	−1	8	–	1	492

(1) Finanziamenti effettuati dagli enti di gestione mediante utilizzo dei fondi di dotazione, al netto dell'acquisto di azioni. – (2) Esclusa l'industria delle costruzioni. – (3) Compresi abbigliamento, pelli e calzature. – (4) Comprende industrie manifatturiere varie, prodotti delle materie plastiche industrie foto-fono-cinematografiche e industrie estrattive.

netto di prestiti obbligazionari da parte delle imprese pubbliche. L'andamento della produzione e degli investimenti è stato differenziato nei tre rami di attività: mentre nell'industria chimica la produzione e gli investimenti sono aumentati a tassi soddisfacenti, negli altri due comparti l'attività produttiva ha avuto un incremento inferiore a quello medio delle industrie manifatturiere e gli investimenti sono diminuiti.

Il finanziamento degli investimenti per settori.

I finanziamenti al settore pubblico dell'economia (amministrazione centrale, aziende autonome, enti locali e istituti previdenziali), al netto dell'accumulo di attività finanziarie (ivi comprese le concessioni di credito agli altri settori), sono risultati di 13.911 miliardi nell'anno in esame, contro 14.886 nel 1975. Le attività finanziarie di pertinenza del settore sono cresciute di 4.606 miliardi nel 1976, contro 3.685 nell'anno precedente, in conseguenza soprattutto del maggiore incremento dei depositi bancari degli enti locali e dell'apporto del Tesoro al fondo di dotazione dell'ENEL. La riduzione dell'indebitamento del settore pubblico, dopo il rilevante aumento del 1975, è dovuta essenzialmente al miglioramento del saldo di parte corrente connesso con la positiva evoluzione delle entrate tributarie, già descritta in precedenza; la spesa per investimenti si è invece accresciuta, passando da 4.743 miliardi nel 1975 a 6.474 nell'anno in esame, sicché la sua quota sul totale degli investimenti fissi lordi è salita dal 20 al 22,5 per cento.

I finanziamenti complessivi al settore « imprese e abitazioni » si sono ragguagliati nell'anno in esame a 20.385 miliardi (17.354 nell'anno precedente); tenuto conto del sensibile aumento del risparmio lordo, passato da 7.373 miliardi nel 1975 a 12.689 nel 1976, e dei trasferimenti in conto capitale provenienti dal settore pubblico, essi hanno permesso una formazione di attività reali e finanziarie di 34.403 miliardi (24.498 nel 1975), pari a un tasso di aumento del 40 per cento rispetto all'anno precedente. Tale andamento è dovuto soprattutto al rilevante incremento degli investimenti lordi e in particolare delle scorte: la loro importanza relativa sul totale è passata dal 71,7 per cento nel 1975 al 75,6 per cento nell'anno in esame (tav. O 10).

Investimenti, profitti e finanziamento dell'industria manifatturiera secondo i bilanci delle imprese societarie.

L'indagine sui bilanci delle società manifatturiere, annualmente condotta dalla Banca d'Italia, mette in evidenza, nonostante l'ampia quota dell'indebitamento sul totale delle passività che comporta rilevanti spese per oneri finanziari, un miglioramento delle gestioni economiche delle imprese dopo un anno particolarmente negativo; si ri-

Tav. O 10

FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI

(flussi in miliardi di lire)

Voci	Settore pubblico (consolidato)	Famiglie	Imprese e abitazioni	Istituzioni creditizie (consolidate)	Totale	Estero
			1975			
Investimenti: in impianti fissi	4.743	–	18.475	535	23.753	
in scorte	–	–	–911	–	–911	
Trasferimenti in conto capitale	1.323	–	–1.231	–	92	–92
Risparmio lordo (1)	–8.557	21.029	7.373	2.721	22.566	276
CAPACITA' (+) O FABBISOGNO (–) DI FINANZ.	**–14.623**	**21.029**	**–8.960**	**2.186**	**–368**	**368**
Attività finanziarie	3.685	21.339	6.934	30.684	62.642	2.865
attività liquide	1.054	17.031	7.055	5.898	31.038	93
titoli a reddito fisso	210	2.310	–89	7.019	9.450	–34
altri crediti (netti)	1.320	1.621	–805	17.669	19.805	2.436
azioni e partecipazioni	1.101	377	773	98	2.349	370
Finanziamento esterno (2)	18.571	310	17.354	28.498	64.733	2.488
indebitamento a breve termine (3)	14.488	310	7.086	25.358	47.242	1.140
mutui e altri debiti: dall'interno	1.987	–	5.919	2.232	10.138	1.037
dall'estero	–26	–	583	167	724	–
obbligazioni (4)	2.122	–	1.376	627	4.125	112
azioni e partecipazioni (4)	–	–	2.390	114	2.504	199
INVESTIMENTO NETTO FINANZIARIO	**–14.886**	**21.029**	**–10.420**	**2.186**	**–2.091**	**377**
Aggiustamenti	263	–	1.460	–	1.723	–9
			1976			
Investimenti: in impianti fissi	6.474	–	21.586	750	28.810	
in scorte	–	–	4.407	–	4.407	
Trasferimenti in conto capitale	1.707	–	–1.632	–	75	–75
Risparmio lordo (1)	–6.477	21.876	12.689	2.824	30.912	2.305
CAPACITA' (+) O FABBISOGNO (–) DI FINANZ.	**–14.658**	**21.876**	**–11.672**	**2.074**	**–2.380**	**2.380**
Attività finanziarie	4.606	22.233	8.410	34.248	69.497	4.371
attività liquide	1.781	19.776	7.399	8.475	37.431	184
titoli a reddito fisso	–83	600	10	3.797	4.324	–26
altri crediti (netti)	1.315	1.483	–207	21.721	24.312	4.218
azioni e partecipazioni	1.593	374	1.208	255	3.430	–5
Finanziamento esterno (2)	18.517	357	20.385	32.174	71.433	2.031
indebitamento a breve termine (3)	15.662	357	10.750	28.877	55.646	1.483
mutui e altri debiti: dall'interno	2.035	–	5.707	1.962	9.704	286
dall'estero	–46	–	45	1.088	1.087	–
obbligazioni (4)	866	–	1.005	–55	1.816	128
azioni e partecipazioni (4)	–	–	2.878	302	3.180	134
INVESTIMENTO NETTO FINANZIARIO	**–13.911**	**21.876**	**–11.975**	**2.074**	**–1.936**	**2.340**
Aggiustamenti	–747	–	303	–	–444	40

(1) Il risparmio lordo delle famiglie è stato posto pari all'investimento netto finanziario. – (2) Il finanziamento esterno del settore "imprese e abitazioni" è stato ottenuto sommando alle passività del settore imprese un ammontare stimato dei mutui ottenuti per investimenti in abitazioni dalle famiglie. – (3) Include i finanziamenti della BI-UIC al Tesoro, alla Cassa DD.PP. e alle aziende autonome. – (4) Emesse sul mercato interno; le obbligazioni e le azioni emesse sui mercati internazionali sono incluse nella voce "mutui e altri debiti dall'estero".

leva, inoltre, un incremento nella formazione del capitale determinato principalmente dalla positiva evoluzione del ciclo delle scorte (tavv. O 11 e O 12). La redditività, però, riguarda esclusivamente le imprese private: a un aumento del 68 per cento dei profitti lordi di queste ultime, si contrappone una riduzione del 3 per cento per le imprese con prevalente partecipazione statale.

Tav. O 11

PROFITTI LORDI E NETTI IN UN GRUPPO DI 143 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

(miliardi di lire)

Anni	Utili netti e incremento patrimoniale	Ammortamenti	Incremento dei fondi di quiescenza	Profitti	
				lordi	netti
	(1)	(2)	(3)	(4)= (1)+(2)+(3)	(5)= (4)−(2)
1963	137,5	304,2	66,6	508,3	204,1
1964	125,2	315,0	42,7	482,9	167,9
1965	139,9	344,3	53,1	537,3	193,0
1966	159,9	393,5	45,8	599,2	205,7
1967	164,8	404,3	47,6	616,7	212,4
1968	192,5	464,4	43,8	700,7	236,3
1969	153,0	504,4	86,3	743,7	239,3
1970	62,7	556,2	131,4	750,3	194,1
1971	−143,3	593,1	115,1	564,9	−28,2
1972	−167,6	670,6	120,1	623,1	−47,5
1973	175,3	809,2	210,2	1.194,7	385,5
1974	148,2	1.047,7	358,7	1.554,6	506,9
1975	−255,2	1.043,6	381,2	1.169,6	126,0
1976 . . . . . /	−110,0	1.422,6	383,6	1.696,2	273,6

Le società prese in esame (143 di cui 9 con prevalente partecipazione statale e 134 private), come per gli anni passati, sono di media e grande dimensione; nel 1976 esse hanno realizzato il 30 per cento degli investimenti fissi di tutta l'industria manifatturiera, precisamente il 24 per cento degli investimenti effettuati dalle aziende private e il 37 per cento da quelle pubbliche.

Nel corso dell'anno le imprese hanno continuato a ricercare il miglior assetto produttivo intensificando l'eliminazione di macchinari e di impianti obsoleti (i disinvestimenti al netto della quota ammortizzata sono risultati pari a 170 miliardi contro 88 nel 1975) e, in alcuni casi, rallentando la sostituzione della manodopera uscita. I considerevoli acquisti di partecipazioni, dopo un anno di relativa stasi (815 miliardi rispetto ai 305 dell'anno precedente), sembrano indicare che, nell'attuale situazione, le imprese perseguono una politica di espan-

sione indiretta, rilevando altre imprese in alternativa all'accumulazione diretta di capitale; del tutto trascurabile, invece, è stato il fenomeno degli scorpori e delle fusioni che aveva caratterizzato il passato.

Le imprese, dopo aver dato corso nei primi anni settanta, nonostante la diminuzione dei profitti lordi, a un intenso processo di accumulazione che ha privilegiato gli investimenti di capitale a elevata produttività cosí da ovviare alla disparità intervenuta nei prezzi relativi dei fattori, nell'ultimo biennio, in concomitanza con una atonia della domanda, hanno limitato le iniziative di sviluppo, in attesa anche di poter usufruire dei benefici della legge sulla riconversione e ristrutturazione delle aziende.

I risultati dell'indagine indicano un moderato aumento della formazione di capitale (7,6 per cento a prezzi correnti), dopo la diminuzione del 14,2 per cento registratasi nell'anno precedente; la differenza con i corrispondenti valori di contabilità nazionale è da attribuire principalmente alla composizione del gruppo di società costituenti il campione, per quanto riguarda sia la dimensione sia i rami di attività economica. Le imprese considerate, per la maggior parte di grandi dimensioni, reagiscono con piú sollecitudine ai mutamenti nelle prospettive di domanda interna e, data la loro stabile presenza nei mercati esteri, anche a quelli della domanda internazionale, anticipando cosí il comportamento delle altre imprese. Nel 1975, l'incremento percentuale degli investimenti effettuati da queste ultime è stato superiore a quello dell'intero comparto industriale; nell'anno in esame, sembrerebbe invece che la formazione di capitale fisso sia stata determinata in maggior misura dalle imprese minori; un riscontro di ciò è fornito dalle aziende del campione con patrimonio netto fino a 5 miliardi che hanno incrementato i loro investimenti fissi di oltre il 14 per cento rispetto al 1975. Se si considerano, infine, separatamente le imprese pubbliche da quelle private, si notano ulteriori differenze: le prime hanno ridotto gli investimenti di circa il 14 per cento, forse anche a causa delle difficoltà finanziarie incontrate, laddove le aziende private li hanno aumentati, in media, di oltre il 9 per cento (tav. O 14).

Durante il 1976 l'accumulazione di beni capitale è stata finanziata quasi interamente con il risparmio d'impresa, aumentato in misura considerevole rispetto al 1975 (1.771 miliardi contro 1.116); nel settore privato l'autofinanziamento ha sopravanzato l'ammontare degli investimenti fissi, mentre in quello pubblico ha assicurato la copertura del 70 per cento degli stessi. Un'analisi di piú lungo periodo, a partire

FORMAZIONE DI CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN UN GRUPPO

(miliardi

Anni	Investimenti in capitali fissi *(b)*	Variazione delle scorte	Formazione di capitale *(b)*		Autofinanziamento *(c)*				Fonti esterne di finanziamento a medio e a lungo termine			
					lordo		netto					
			lorda	netta	miliardi	*per cento*	miliardi	*per cento*	versamenti azionisti	obbligazioni	altri debiti	Totale
	(1)	(2)	(3)= (1)+(2)	(4)	(5)	(6)= (5):(3)	(7)	(8)= (7):(4)	(9)	(10)	(11)	(12) = (9)+(10)+(11)
1963	801,5	101,8	903,3	599,0	381,4	*42,2*	77,1	*12,9*	36,1	−23,3	161,7	174,5
1964	762,8	91,8	854,6	539,5	379,7	*44,4*	64,7	*12,0*	101,5	44,0	342,5	488,0
1965	523,7	89,5	613,2	268,9	432,5	*70,5*	88,3	*32,8*	26,6	19,7	102,2	148,5
1966	519,1	96,8	615,9	222,3	476,6	*77,4*	83,1	*37,4*	68,5	−21,0	108,6	156,1
1967	626,5	142,0	768,5	364,2	490,7	*63,9*	86,4	*23,7*	22,6	−18,5	80,2	84,3
1968	671,8	1,3	673,1	208,7	574,9	*85,4*	110,4	*52,9*	14,8	−3,2	151,5	163,1
1969	754,2	58,5	812,7	308,3	623,4	*76,7*	119,1	*38,6*	70,1	−31,5	225,5	264,1
1970	1.094,2	439,2	1.533,4	977,2	636,2	*41,5*	79,9	*8,2*	89,4	−23,9	138,6	204,1
1971	1.501,8	144,3	1.646,1	1.053,0	535,1	*32,5*	−58,0	*−5,5*	136,2	−72,7	862,3	925,8
1972	1.402,2	−51,3	1.350,9	680,4	641,2	*47,5*	−29,3	*−4,3*	216,7	−33,1	421,1	604,7
1973	1.287,9	137,0	1.424,9	615,7	1.265,2	*88,8*	456,0	*74,1*	342,3	−56,6	453,3	739,0
1974	1.491,1	1.253,5	2.744,6	1.697,0	1.645,3	*59,9*	597,6	*35,2*	167,6	−86,6	350,8	431,8
1975	1.647,2	708,0	2.355,2	1.311,5	1.116,0	*47,4*	72,3	*5,5*	147,3	−28,4	1.848,8	1.967,7
1976	1.657,7	877,4	2.535,1	1.112,5	1.770,9	*69,9*	348,3	*31,3*	204,9	−25,9	772,1	951,1

(a) L'indagine si riferisce a un gruppo di società di composizione diversa rispetto allo scorso anno. – *(b)* I disinvestimenti sono stimati, per variazioni dei fondi di quiescenza e delle somme realizzate in conseguenza di cessioni di cespiti. – *(d)* Sono compresi i crediti di finanziamento appare il corrispettivo disinvestimento degli impianti.

FORMAZIONE DI CAPITALE E SUO FINANZIAMENTO IN UN GRUPPO

(miliardi

Anni	Investimenti in capitali fissi *(b)*	Variazione delle scorte	Formazione di capitale *(b)*		Autofinanziamento *(c)*				Fonti esterne di finanziamento a medio e a lungo termine			
					lordo		netto					
			lorda	netta	miliardi	*per cento*	miliardi	*per cento*	versamenti azionisti	obbligazioni	altri debiti	Totale
	(1)	(2)	(3)= (1)+(2)	(4)	(5)	(6)= (5):(3)	(7)	(8)= (7):(4)	(9)	(10)	(11)	(12) = (9)+(10)+(11)
1963	1.236,5	289,2	1.525,7	1.081,5	545,6	*35,8*	101,5	*9,4*	94,8	−22,5	295,0	367,3
1964	1.127,9	172,0	1.299,9	818,9	542,3	*41,7*	61,3	*7,5*	288,7	51,9	485,6	826,2
1965	812,3	68,9	881,2	365,3	604,6	*68,6*	88,7	*24,3*	113,6	17,9	208,6	340,1
1966	821,2	174,6	995,8	398,8	708,6	*71,2*	111,6	*28,0*	162,3	−27,0	167,8	303,1
1967	948,8	351,2	1.300,0	693,8	710,8	*54,7*	104,6	*15,1*	102,3	−31,0	249,3	320,6
1968	1.023,7	4,3	1.028,0	330,6	790,0	*76,8*	92,6	*28,0*	49,1	−11,1	235,6	273,6
1969	1.191,2	180,3	1.371,5	617,8	871,5	*63,5*	117,8	*19,1*	153,1	−42,0	355,1	466,2
1970	1.796,4	855,1	2.651,5	1.817,8	944,9	*35,6*	111,2	*6,1*	266,2	−26,2	346,4	586,4
1971	2.309,5	312,2	2.621,7	1.752,3	773,3	*29,5*	−96,2	*−5,5*	327,1	−76,6	1.262,6	1.513,1
1972	2.136,2	32,2	2.168,4	1.168,2	992,9	*45,8*	−7,3	*−0,6*	401,3	−32,8	724,4	1.092,9
1973	1.987,4	598,9	2.586,3	1.373,7	1.956,8	*75,7*	744,2	*54,2*	665,4	−74,9	790,9	1.381,4
1974	2.289,3	2.847,0	5.136,3	3.588,1	2.314,8	*45,1*	766,6	*21,4*	395,0	−91,9	971,2	1.274,3
1975	2.527,1	1.054,6	3.581,7	1.930,3	1.380,9	*38,6*	−270,5	*−14,0*	368,8	−40,1	2.109,4	2.438,1

(a) L'indagine si riferisce a un gruppo di società di composizione diversa rispetto allo scorso anno. – *(b)* I disinvestimenti sono stimati, per variazioni dei fondi di quiescenza e delle somme realizzate in conseguenza di cessioni di cespiti. – *(d)* Sono compresi i crediti di finanziamento appare il corrispettivo disinvestimento degli impianti.

Tav. O 12

DI 143 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA (a)

di lire)

Finanziamento complessivo a medio-lungo termine	Saldo tra finanziamento complessivo e investimenti lordi	Fonti di finanziamento a breve termine			Variazioni			Rimborsi agli azionisti	Saldo tra finanziamenti a breve e altri impieghi	Anni
		Variaz. saldo debitorio		Totale	dei crediti ENEL	dei titoli e partecipazioni *(d)*	della cassa			
		con le banche	delle altre partite correnti							
(13)= (5)+(12)	(14)= (13)−(3)	(15)	(16)	(17)= (15)+(16)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22) = (17)-(18)-(19)-(20)-(21)	
555,9	−347,4	268,5	120,4	388,9	*(495,3)	40,5	0,6	0,4	347,4	 1963
867,7	13,1	34,6	35,4	70,0	*(90,7)	81,2	1,0	0,9	−13,1	 1964
581,0	−32,2	130,6	−40,6	90,0	−33,3	91,8	−0,7	–	32,2	 1965
632,7	16,8	80,9	86,9	167,8	−41,7	127,9	2,8	95,6	−16,8	 1966
575,0	−193,5	131,9	121,9	253,8	−49,7	107,5	2,3	0,2	193,5	 1967
738,0	64,9	−53,2	−3,6	−56,8	−56,3	61,0	−2,3	5,7	−64,9	 1968
887,5	74,8	−91,1	28,7	−62,4	−61,5	65,3	1,8	6,8	−74,8	 1969
840,3	−693,1	636,0	149,6	785,6	−69,0	159,9	−4,6	6,2	693,1	 1970
1.460,9	−185,2	539,4	62,4	601,8	−71,1	439,3	−0,4	48,8	185,2	 1971
1.245,9	−105,0	63,8	105,1	168,9	−75,8	133,5	−0,3	6,5	105,0	 1972
2.004,2	579,3	−156,0	−130,3	−286,3	−89,3	325,1	0,5	56,7	−579,3	 1973
2.077,1	−667,5	1.379,7	−218,5	1.161,2	−30,0	523,0	0,7	–	667,5	 1974
3.083,7	728,5	539,3	−963,5	−424,2	−2,5	305,3	1,0	0,5	−728,5	 1975
2.722,0	186,9	407,4	218,1	625,5	−1,6	814,8	−0,8	–	−186,9	 1976

le società che non ne forniscono l'importo, sulla base degli storni dai fondi di ammortamento. – *(c)* L'autofinanziamento tiene conto delle alle collegate. – (*) Rappresenta la conversione di impianti con titoli di credito; non può comparire come investimento finanziario poiché non

Tav. O 13

DI 429 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA (a)

di lire)

Finanziamento complessivo a medio-lungo termine	Saldo tra finanziamento complessivo e investimenti lordi	Fonti di finanziamento a breve termine			Variazioni			Rimborsi agli azionisti	Saldo tra finanziamenti a breve e altri impieghi	Anni
		Variaz. saldo debitorio		Totale	dei crediti ENEL	dei titoli e partecipazioni *(d)*	della cassa			
		con le banche	delle altre partite correnti							
(13)= (5)+(12)	(14)= (13)−(3)	(15)	(16)	(17)= (15)+(16)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22) = (17)-(18)-(19)-(20)-(21)	
912,9	−612,8	453,6	247,3	700,9	*(503,6)	83,6	2,1	2,4	612,8	 1963
1.368,5	68,6	147,0	5,9	152,9	*(90,1)	216,1	0,7	4,7	−68,6	 1964
944,7	63,5	123,8	−99,9	23,9	−36,1	116,5	1,4	5,6	−63,5	 1965
1.011,7	15,9	135,7	15,0	150,7	−42,3	107,6	2,2	99,1	−15,9	 1966
1.031,4	−268,6	172,0	144,4	316,4	−50,9	94,6	1,8	2,3	268,6	 1967
1.063,6	35,6	−50,9	28,7	−22,2	−58,0	61,8	−3,6	13,2	−35,6	 1968
1.337,7	−33,8	59,1	49,9	109,0	−71,2	129,2	3,9	13,3	33,8	 1969
1.531,3	−1.120,2	932,4	336,0	1.268,4	−70,3	214,3	−8,1	12,3	1.120,2	 1970
2.286,4	−335,3	735,7	109,7	845,4	−73,9	508,5	1,1	74,4	335,3	 1971
2.085,8	−82,6	156,6	20,5	177,1	−78,8	154,7	5,2	13,4	82,6	 1972
3.338,2	751,9	−143,1	−77,9	−221,0	−92,6	555,2	0,4	67,9	−751,9	 1973
3.589,1	−1.547,2	1.990,9	204,9	2.195,8	−13,9	643,5	6,2	12,8	1.547,2	 1974
3.819,0	237,3	988,0	−782,6	205,4	−2,5	455,8	−12,3	1,7	−237,3	 1975

le società che non ne forniscono l'importo, sulla base degli storni dai fondi di ammortamento. – *(c)* L'autofinanziamento tiene conto delle alle collegate. – (*) Rappresenta la conversione di impianti con titoli di credito; non può comparire come investimento finanziario poiché non

dal 1963, indica che per le imprese con prevalente partecipazione statale il rapporto tra risparmio interno e immobilizzazioni tecniche è costantemente inferiore a quello delle imprese private (tav. aO 11).

Tav. O 14

INVESTIMENTI E LORO FINANZIAMENTO IN UN GRUPPO DI 143 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

Società con prevalente partecipazione statale e società private

(miliardi di lire)

Voci	Società con prevalente partecipazione statale (n. 9 società)		Società private (n. 134 società)	
	1975	1976	1975	1976
Investimenti fissi lordi	607,9	522,9	1.039,3	1.134,8
di cui: variazione lorda dei capitali fissi	*484,8*	*356,1*	*774,9*	*863,5*
Variazione dei titoli e partecipazioni	19,4	27,2	285,9	787,6
(1) Totale investimenti in immobilizzazioni	627,3	550,1	1.325,2	1.922,4
Autofinanziamento lordo	369,7	371,7	746,3	1.399,3
Versamenti degli azionisti	56,5	14,5	90,8	190,4
Rimborsi dei crediti ENEL	0,1	..	2,4	1,6
(2) Totale fonti finanziarie non debitorie	426,3	386,2	839,5	1.591,3
(2):(1)*per cento*	*68,0*	*70,2*	*63,3*	*82,8*
Debiti a medio e a lungo termine	837,8	219,7	982,7	526,4
(3) Totale fonti finanziarie a medio e a lungo termine	1.264,1	605,9	1.822,2	2.117,7
Saldo (3)–(1)	636,8	55,8	497,0	195,3
Variazione del saldo debitorio con le banche	190,6	441,3	348,7	–33,9
Variazione delle scorte	239,0	512,2	469,0	365,2

La maggiore formazione di risparmio interno, data anche la moderata attività d'investimento, ha permesso alle imprese, nel 1976, di superare senza troppe difficoltà la scarsità di capitale sul mercato e di contenere la provvista di credito; in particolare gli istituti di credito speciale, nel corso dell'anno, hanno erogato alle imprese del campione prestiti per 544 miliardi contro 798 nel 1975. Tale diminuzione ha interessato quasi esclusivamente le imprese pubbliche che hanno ricevuto 131 miliardi rispetto a 446 dell'anno precedente; vi ha concorso, data la dislocazione territoriale dei relativi investimenti, anche l'esaurirsi dei fondi stanziati dalla passata legge per l'industrializzazione del Mezzogiorno.

Anche per quanto concerne la variazione del saldo debitorio con le banche, piú contenuta se confrontata con quella del 1975, si nota un

andamento differenziato nei due comparti: mentre le aziende private, avendo disponibilità finanziarie in eccesso rispetto al fabbisogno, hanno ridotto la loro esposizione a breve termine, le imprese pubbliche, dato il minor contributo del credito da parte degli istituti di credito speciale, hanno accresciuto la posizione debitoria verso il sistema bancario. La flessione nella variazione del saldo debitorio nei confronti delle banche, specialmente da parte delle imprese private, in presenza di un aumento nella variazione delle scorte indica che tale componente del capitale è stata finanziata soprattutto con fondi interni.

La struttura patrimoniale delle società si è notevolmente modificata in conseguenza di provvedimenti fiscali che, consentendo rivalutazioni dei cespiti per conguaglio monetario, dal lato del passivo hanno fatto emergere cospicue riserve (1.262 miliardi solo nell'anno in corso, in parte destinati a coprire le perdite degli esercizi precedenti); dal lato dell'attivo, a sua volta, si rileva un adeguamento del valore delle immobilizzazioni reali per 1.802 miliardi (tav. O 15). Nonostante i vantaggi di queste rivalutazioni, connesse con lo stato d'inflazione, il peso dell'indebitamento è ulteriormente aumentato rispetto al totale dei fondi amministrati, passando da 76,9 per cento a 80,4 per le imprese pubbliche e da 63,8 a 65,8 per cento per quelle private. Ciò è avvenuto per il tramite del credito concesso dai fornitori o a questi imposto e, nel caso delle imprese pubbliche, come già accennato, anche attingendo al credito a breve. Il fenomeno del credito commerciale di cui le società hanno beneficiato è diventato sempre piú rilevante negli ultimi anni in connessione con il deterioramento della struttura finanziaria delle aziende; nel 1976 hanno contribuito ad amplificarlo i provvedimenti valutari e fiscali adottati per far fronte al deprezzamento della lira.

Sempre rispetto alla struttura patrimoniale si deve rilevare che i fondi permanenti, mezzi propri e indebitamento a medio e a lungo termine, sono risultati superiori alle necessità per coprire le immobilizzazioni reali e finanziarie (nel settore pubblico vi è un'eccedenza del 9 per cento e in quello privato dell'11); in tale situazione la presenza di mezzi disponibili o prontamente realizzabili, in un clima di attesa intorno alle prospettive di programmi di sviluppo, ha spinto le società a perseguire politiche commerciali; ciò è messo in evidenza dal rigonfiamento, nell'attivo dei bilanci, della voce « crediti a clienti ».

I profitti lordi per effetto della produttività, dell'evoluzione della domanda e del deprezzamento della lira si sono accresciuti del 45 per cento rispetto al 1975, nonostante gli aumenti dei costi sala-

Tav. O 15

STRUTTURA DEI BILANCI IN UN GRUPPO DI 143 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

Società con prevalente partecipazione statale e società private

Voci	1975		1976	
	miliardi	*per cento*	miliardi	*per cento*
	Società con prevalente partecipazione statale (n. 9 società)			
ATTIVO				
Immobili e impianti (1)	4.194,2	*51,6*	4.284,7	*45,7*
Scorte	1.188,5	*14,6*	1.700,7	*18,2*
Titoli e partecipazioni	464,8	*5,7*	492,0	*5,3*
Clienti e diversi	2.263,3	*27,9*	2.823,5	*30,1*
Cassa e banche	14,5	*0,2*	66,6	*0,7*
Totale attivo	8.125,3	*100,0*	9.367,5	*100,0*
PASSIVO				
Capitale sociale	644,8	*8,0*	651,5	*7,0*
Riserve	877,7	*10,8*	748,3	*8,0*
Fondi di previdenza	343,8	*4,2*	427,0	*4,6*
Debiti a medio e a lungo termine	3.183,9	*39,2*	3.403,6	*36,3*
di cui: obbligazioni	—	—	—	—
Fornitori e diversi	1.561,1	*19,2*	2.136,5	*22,8*
Banche	1.503,4	*18,5*	1.996,6	*21,3*
Utile netto	10,6	*0,1*	4,0	...
di cui: distribuito	3,9	...	3,0	...
Totale passivo	8.125,3	*100,0*	9.367,5	*100,0*
	Società private (n. 134 società)			
ATTIVO				
Immobili e impianti (1)	5.259,0	*35,5*	5.233,7	*30,6*
Scorte	2.924,3	*19,8*	3.289,5	*19,2*
Titoli e partecipazioni	2.601,0	*17,6*	3.388,6	*19,8*
Clienti e diversi	3.745,5	*25,3*	4.646,8	*27,2*
Cassa e banche	264,4	*1,8*	546,1	*3,2*
Totale attivo	14.794,2	*100,0*	17.104,7	*100,0*
PASSIVO				
Capitale sociale	1.541,3	*10,4*	1.753,0	*10,2*
Riserve	2.269,1	*15,3*	2.077,5	*12,2*
Fondi di previdenza	1.690,5	*11,4*	1.990,9	*11,6*
Debiti a medio e a lungo termine	3.216,6	*21,8*	3.743,0	*21,9*
di cui: obbligazioni	180,9	*1,2*	155,0	*0,9*
Fornitori e diversi	3.501,2	*23,7*	4.607,0	*26,9*
Banche	2.502,7	*16,9*	2.751,4	*16,1*
Utile netto	72,8	*0,5*	181,9	*1,1*
di cui: distribuito	91,2	*0,6*	134,7	*0,8*
Totale passivo	14.794,2	*100,0*	17.104,7	*100,0*

(1) Al netto degli ammortamenti.

riali, degli oneri finanziari e delle materie prime. Riferendo i profitti stessi ai capitali fisici, valutati per omogeneità con i primi ai prezzi correnti e al netto degli ammortamenti, si registra un incremento del rapporto dal 13,3 al 17,8 per cento. La ricostituzione della profittabilità ha permesso alle aziende di distribuire dividendi in misura superiore all'anno precedente (138 miliardi contro 95) e per molte di esse ha significato una ripresa della remunerazione del capitale di rischio dopo alcuni anni; tale circostanza, tuttavia, non ha avuto un effetto positivo sui corsi azionari, per i motivi analizzati in altra parte della Relazione, né ha consentito un significativo aumento delle emissioni azionarie; d'altra parte, per le imprese il capitale di rischio comporta, attualmente, un maggior costo rispetto all'indebitamento, in presenza dei contributi pubblici a favore di quest'ultimo.

Per quanto concerne gli utili netti, infine, si deve osservare che il valore negativo registrato nel 1976 dipende sia dall'andamento dei settori chimico e metallurgico (qualora questi ultimi venissero esclusi si avrebbe un utile di 296 miliardi per le altre imprese del campione a fronte di una perdita di 113 miliardi nel 1975) sia dagli elevati ammortamenti effettuati nell'anno anche in conseguenza della ricordata legge sulla rivalutazione dei cespiti.

Per il periodo 1963-1975, i dati relativi a un campione piú ampio — ora esteso a 429 imprese — sono riportati nelle tavole O 13 e O 16 e nell'Appendice statistica alla Relazione (tavv. aO 8 / aO12).

Tav. O 16

PROFITTI LORDI E NETTI IN UN GRUPPO DI 429 SOCIETA' ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

(miliardi di lire)

Anni	Utili netti e incremento patrimoniale	Ammortamenti	Incremento dei fondi di quiescenza	Profitti	
				lordi	netti
	(1)	(2)	(3)	(4)= (1)+(2)+(3)	(5)= (4)−(2)
1963	150,5	444,2	110,2	704,9	260,7
1964	111,1	481,0	77,6	669,7	188,7
1965	125,6	515,9	84,7	726,2	210,3
1966	168,2	597,0	78,3	843,5	246,5
1967	161,4	606,2	73,4	841,0	234,8
1968	168,5	697,4	73,2	939,1	241,7
1969	114,9	753,7	145,3	1.013,9	260,2
1970	21,5	833,7	225,0	1.080,2	246,5
1971	−251,0	869,5	200,8	819,3	−50,2
1972	−249,0	1.000,2	236,8	988,0	−12,2
1973	232,3	1.212,6	410,8	1.855,7	643,1
1974	−13,6	1.548,2	668,0	2.202,6	654,4
1975	−859,2	1.651,4	642,2	1.434,4	−217,0

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 cosí 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 piú 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-

ticolare attraverso gli sconti e le anticipazioni, è quasi cessata, e attende che una piú 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 piú 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. Cosí 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 piú 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, rinunziare 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 ricupero 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 piú 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 seguíto 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 piú 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 piú che ricuperato il declino subíto 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 piú 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 piú 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 seguíti 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 seguíto 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 amministrate dal Fondo in guisa piú 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 princípi 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 riferí 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 piú 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 cosí eretto, seguíto anche dal rinnovo del vincolo di portafoglio delle banche, insieme con il favore della mutata stagionalità e con il superamento della fase piú acuta di incertezza politica, contribuí 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 valutari 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 piú 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 altresí 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 piú importanti; cosí, 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 ascriversi 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 seguíto 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 piú 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 seguíta 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 seguíta 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. Cosí, 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 seguíto 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 piú 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 piú costoso l'acquisto di valuta a termine; è stato altresí 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 piú 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 piú 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 piú 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 ricupero 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 accompagni 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 piú 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 altresí 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 piú 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 piú 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 piú 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 beni-rifugio. 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 altresí rendendo piú 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'allocazione 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 piú ampia offerta di servizi gratuiti sia, per le imprese che sono anche indebitate col sistema bancario, da piú 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, piú moderno, meno costoso a gestire per la banca, piú 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 piú 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 piú 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 piú ordinata politica del debito pubblico gioverebbero poi una piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú completo ventaglio di scadenze i propri investimenti in fondi pubblici, convergono nella direzione di spostare il finanziamento del Tesoro verso titoli a piú lungo termine. I modi e i tempi di emissioni con scadenze piú 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 tesorieri 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 stagnassero 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, rimaniamo consapevoli della gravità delle distorsioni che la concorrenza bancaria e l'allocazione 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 monocoltura 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 piú 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 princípi 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 piú arduo allorché esigenze piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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, piú 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 por 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 piú certa quanto piú 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 piú uniforme; un maggiore posto alle esigenze di concorrenzia-

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 riordinamento 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 piú 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 seguíti 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 piú faticoso che altrove, svolgendosi con ritmo disuguale e nell'insieme piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 piú 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 servigio alla collettività, esse hanno bene meritato del Paese, in un momento cruciale del suo divenire.

IV. - L'AMMINISTRAZIONE E IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

(P) L'Amministrazione e il bilancio della Banca d'Italia

La direzione, il personale, le attività e i servizi della Banca d'Italia.

Direttorio. — Nella riunione straordinaria del 29 aprile 1976 il Consiglio Superiore, preso atto delle dimissioni dalla carica di Vice Direttore Generale del dr. Antonino Occhiuto, ha chiamato a succedergli, a far tempo dal 1° luglio, il Segretario Generale dr. Carlo Ciampi. La nomina è stata approvata con Decreto del Presidente della Repubblica in data 13 maggio.

Nella riunione straordinaria del 31 agosto il Consiglio Superiore ha nominato Direttore Generale il Vice Direttore Generale dr. Mario Ercolani, in sostituzione del dr. Rinaldo Ossola, dimissionario. La carica di Vice Direttore Generale è stata assegnata al dr. Mario Sarcinelli, già Direttore Centrale per la Vigilanza sulle aziende di credito. Nella stessa seduta straordinaria il Consiglio Superiore ha proceduto alla nomina del dr. Antonino Occhiuto a Direttore Generale onorario.

I provvedimenti di nomina del dr. Ercolani e del dr. Sarcinelli sono stati approvati con Decreti del Presidente della Repubblica in data 9 settembre 1976 ed hanno avuto decorrenza dal giorno 23 dello stesso mese.

Consiglio Superiore. — Il 23 aprile 1977 è deceduto il Cav. Gr. Cr. dott. Umberto Caruso, Consigliere Superiore della Banca in rappresentanza della Sede di Milano dal dicembre 1966, privando l'Istituto del contributo della vasta preparazione e non comune esperienza generosamente offerto in tanti anni di fattiva e apprezzata collaborazione.

Regolamento Generale. — Nel quadro dell'azione, intrapresa nell'anno e in corso di prosecuzione, per adeguare la struttura organizzativa dell'Amministrazione Centrale all'evolversi delle esigenze funzionali, il Consiglio Superiore ha approvato, nella riunione del 16 dicembre, alcune modifiche al Regolamento Generale della Banca, miranti ad un miglior coordinamento dell'attività dei Servizi aventi compiti affini. A tale scopo sono state individuate le seguenti 8 aree funzionali: banca centrale, vigilanza creditizia, ricerca economica, ricerca giuridica, orga-

nizzazione amministrativa, organizzazione tecnica, controllo contabile, controllo ispettivo interno. A ciascuna di dette aree è di norma preposto un Funzionario Generale il quale si avvale della collaborazione di un Comitato composto dai Capi dei Servizi compresi in ciascuna area.

Personale. — Nel corso del 1976 le assunzioni e le cessazioni dal servizio attivo si sono pressoché eguagliate (rispettivamente, 353 e 350). Di conseguenza, la compagine del personale non ha subíto variazioni di rilievo e si è ragguagliata, alla fine dell'anno, a 8.076 unità (tav. P 1). Le assunzioni hanno interessato in prevalenza i sor-

Tav. P 1

SITUAZIONE DEL PERSONALE IN SERVIZIO E DEI PENSIONATI

(consistenze e variazioni)

Voci	Carriere								
	direttiva	con cetto R.T.	intermedia	esecutiva T.T.	personale ausiliario	sorveglianti notturni	personale operaio	personale non inquadrato e a contratto	Totale
Personale in servizio:									
1975 (1)	1.588	183	3.622	876	1.177	138	482	7	8.073
1976	1.516	169	3.704	808	1.129	246	492	12	8.076
assunzioni	*26*	–	*103*	–	*67*	*115*	*37*	*5*	*353*
cessazioni	*135*	*13*	*76*	*67*	*41*	*4*	*14*	–	*350*
passaggi di categoria	*37*	*–1*	*55*	*–1*	*–74*	*–3*	*–13*	–	–
Pensioni:									
1975 (1)	2.279	743	9	2.171	1.299	–	595	–	7.096
dirette	*1.447*	*624*	*7*	*1.576*	*819*	–	*510*	–	*4.983*
indirette	*832*	*119*	*2*	*595*	*480*	–	*85*	–	*2.113*
1976	2.358	735	95	2.204	1.300	–	600	–	7.292
dirette	*1.512*	*609*	*93*	*1.588*	*808*	–	*512*	–	*5.122*
indirette	*846*	*126*	*2*	*616*	*492*	–	*88*	–	*2.170*

(1) Per consentire il confronto con il 1976 il personale è stato ripartito secondo l'ordinamento delle carriere entrato in vigore il 1° gennaio 1976.

veglianti notturni (115) e la carriera intermedia (103) nella quale è confluito, in forza delle norme regolamentari entrate in vigore il 1° gennaio 1976, il personale prima inquadrato nelle carriere « di concetto » ed « esecutiva ». Le cessazioni, una parte delle quali in anti-

cipo rispetto alle scadenze previste, si sono concentrate nella carriera direttiva, i cui appartenenti sono passati da 1.588 a 1.516, e in quelle intermedia ed esecutiva « transitoria » (— 143 unità).

L'opera condotta dalla Banca per una maggiore partecipazione attiva del personale al raggiungimento dei fini istituzionali si è concretata, in particolare, in un ulteriore ampliamento dell'attività di addestramento e formazione rivolta al personale di tutte le carriere. Inoltre, per quanto concerne i rapporti tra l'Amministrazione e le Organizzazioni sindacali, sono stati concordati reciproci scambi di informazioni con cadenza quadrimestrale.

Nel corso dell'anno, infine, è stato approntato il nuovo testo regolamentare unificato del personale impiegatizio ed operaio — entrato in vigore il 1^0 gennaio 1977 — che ha sostituito integralmente le rispettive raccolte normative in precedenza vigenti per le due cennate categorie di dipendenti parificando gli istituti giuridici ritenuti assimilabili o già di fatto assimilati, ha previsto maggiori possibilità di accesso da ciascuna carriera alla superiore, ha formalizzato ed aggiornato gli aspetti che concernono l'addestramento, la formazione e la valutazione del personale.

Produzione ed emissione di biglietti. — Durante il 1976 le Officine Carte-Valori della Banca hanno prodotto e consegnato alla Cassa Speciale 499 milioni di banconote per un importo di 4.542 miliardi (tav. P 2). L'attività produttiva ha interessato tutti i tagli nei quali si articola la scala dei valori emessi dall'Istituto, con l'eccezione del biglietto da L. 50.000 del quale non sono stati prodotti ulteriori esemplari in vista dell'emissione di un nuovo tipo nel corso del 1977. Nel 1976 la Cassa Speciale ha effettuato rifornimenti di biglietti alle altre casse della Banca per 4.336 miliardi; ciò ha comportato, di conseguenza, un lieve aumento (206 miliardi) delle riserve.

Le consegne sono state determinate per 2.190 miliardi dalla sostituzione dei biglietti annullati e per 1.669 miliardi dall'espansione registrata dalla circolazione durante l'anno in esame. I residui 477 miliardi si trovavano, al 31 dicembre scorso, in giacenza presso le Filiali e la Cassa Centrale.

I biglietti in circolazione alla fine del 1976 hanno registrato, in termini di quantità, un incremento relativo inferiore a quello segnato in termini di valore (rispettivamente, 3,2 e 12,9 per cento). Ciò essenzialmente a causa della diminuita incidenza relativa dei tagli da 1.000 e

Tav. P 2

DISTRIBUZIONE PER TAGLI E RINNOVO DEI BIGLIETTI DI BANCA IN CIRCOLAZIONE

Voci	1.000	2.000	5.000	10.000	20.000	50.000	100.000	Totale
				1 9 7 5				
				(in miliardi di lire)				
Circolazione 31-12-74 . .	379,7	–	399,5	5.848,5	–	2.479,6	2.052,2	11.159,5
Produzione	119,0	103,6	219,0	822,0	–	725,0	950,0	2.938,6
Annullati	125,4	–	173,0	699,6	–	234,3	279,8	1.512,1
Utilizzo scorte (+)	40,0	–86,0	–23,6	135,7	–	302,4	–33,2	335,3
Circolazione 31-12-75 . .	**413,3**	**17,6**	**421,9**	**6.106,6**	**–**	**3.272,7**	**2.689,2**	**12.921,3**
per cento: del valore	*3,2*	*0,1*	*3,3*	*47,3*	*–*	*25,3*	*20,8*	*100,0*
				1 9 7 6				
				(in miliardi di lire)				
Circolazione 31-12-75 . .	413,3	17,6	421,9	6.106,6	–	3.272,7	2.689,2	12.921,3
Produzione	179,9	170,8	171,0	1.050,0	1.620,0	–	1.350,0	4.541,7
Annullati	133,4	0,9	195,2	1.064,8	0,2	399,0	396,8	2.190,3
Utilizzo scorte (+)	–74,5	–99,9	–2,7	–8,1	–1.251,1	1.170,8	–417,4	–682,9
Circolazione 31-12-76 . .	**385,3**	**87,6**	**395,0**	**6.083,7**	**368,7**	**4.044,5**	**3.225,0**	**14.589,8**
per cento: del valore	*2,6*	*0,6*	*2,7*	*41,7*	*2,5*	*27,8*	*22,1*	*100,0*
				1 9 7 5				
				(in milioni di pezzi)				
Circolazione 31-12-74 . .	379,7	–	80,0	584,8	–	49,6	20,5	1.114,6
Produzione	119,0	51,8	43,8	82,2	–	14,5	9,5	320,8
Annullati	125,4	–	34,6	70,0	–	4,7	2,8	237,5
Utilizzo scorte (+)	40,0	–43,0	–4,8	13,6	–	6,0	–0,3	11,5
Circolazione 31-12-75 . .	**413,3**	**8,8**	**84,4**	**610,6**	**–**	**65,4**	**26,9**	**1.209,4**
per cento: del numero	*34,2*	*0,7*	*7,0*	*50,5*	*–*	*5,4*	*2,2*	*100,0*
				1 9 7 6				
				(in milioni di pezzi)				
Circolazione 31-12-75 . .	413,3	8,8	84,4	610,6	–	65,4	26,9	1.209,4
Produzione	179,9	85,4	34,2	105,0	81,0	–	13,5	499,0
Annullati	133,4	0,4	39,0	106,4	–	8,0	4,0	291,2
Utilizzo scorte (+)	–74,5	–50,0	–0,6	–0,8	–62,6	23,4	–4,1	–169,2
Circolazione 31-12-76 . .	**385,3**	**43,8**	**79,0**	**608,4**	**18,4**	**80,8**	**32,3**	**1.248,0**
per cento: del numero	*30,9*	*3,5*	*6,3*	*48,7*	*1,5*	*6,5*	*2,6*	*100,0*

da 10.000 lire sul totale dei biglietti in circolazione dovuta, rispettivamente, alla diffusione del biglietto da 2.000 lire e all'emissione (28 giugno 1976) di quello da 20.000 lire. I biglietti da lire 50.000 e 100.000 hanno accresciuto la loro quota di partecipazione al totale (dal 7,6 al 9,1 per cento dei pezzi in circolazione) ragguagliandosi, a fine anno, alla metà del valore della circolazione.

Nel 1976 è stato rilevato un mutamento significativo nell'attività dei falsari che, se da un punto di vista quantitativo è risultata, sulla base del numero dei falsi accertati dalla competente Commissione tecnica, complessivamente piú contenuta rispetto all'anno precedente, dal punto di vista dei tagli contraffatti sta progressivamente orientandosi verso la falsificazione, a volte particolarmente insidiosa, dei biglietti di taglio superiore (tav. P 3).

Tav. P 3

BIGLIETTI DI BANCA DANNEGGIATI E FALSI

(numero)

Voci	Tagli							Totale	Danneggiati o falsi per 10 milioni di pezzi in circolazione (1)
	1.000	2.000	5.000	10.000	20.000	50.000	100.000		
					1975				
Danneggiati	1.103	–	611	3.748	–	432	239	6.133	50,7
ammessi al cambio	*947*	–	*570*	*3.333*	–	*411*	*224*	*5.485*	*45,3*
respinti	*156*	–	*41*	*415*	–	*21*	*15*	*648*	*5,4*
Falsi accertati . . .	3	–	4.502	17.909	–	9.760	–	32.174	266,0
					1976				
Danneggiati	725	65	564	2.873	8	444	184	4.863	39,0
ammessi al cambio	*651*	*64*	*524*	*2.538*	*8*	*390*	*163*	*4.338*	*34,8*
respinti	*74*	*1*	*40*	*335*	–	*54*	*21*	*525*	*4,2*
Falsi accertati . . .	4	–	868	15.897	–	11.931	734	29.434	235,8

(1) Circolazione al 31 dicembre dell'anno.

Le monete metalliche prodotte dalla Zecca durante il 1976 si sono ragguagliate a 444,6 milioni di pezzi, soprattutto nei tagli da 50 e 100 lire. Il volume di coniazione ha segnato un incremento rilevante (34,8 per cento) rispetto all'anno precedente a conferma dello sforzo produttivo compiuto nell'anno in esame. Nonostante ciò, la disponibilità di valute metalliche ha continuato a dimostrarsi ampiamente

insufficiente rispetto alle esigenze del pubblico, dando spazio al crescente ricorso a mezzi di pagamento sostitutivi, quali gli assegni circolari di piccolo importo.

La circolazione dei biglietti da L. 500 è aumentata del 16,4 per cento rispetto a quella di fine 1975 raggiungendo il livello di 127,8 miliardi, mentre il totale delle monete in circolazione si è commisurato a 238,9 miliardi.

Vigilanza sul sistema creditizio. — L'attività di vigilanza è stata incentrata, oltre che sull'ordinario controllo del sistema creditizio, sulla razionalizzazione degli strumenti operativi e sulla semplificazione delle procedure e dei rapporti con gli istituti. E' stato inoltre fornito, nelle sedi competenti, l'apporto della Banca per la definizione della problematica riguardante in particolare le recenti disposizioni in campo valutario, gli interventi dello Stato nel settore delle agevolazioni creditizie e le norme di attuazione della legislazione delle regioni a statuto speciale in materia di credito e risparmio.

Dal punto di vista operativo, l'attività di vigilanza è stata caratterizzata da un maggiore decentramento di compiti alle Filiali e da una intensificazione dei controlli ispettivi soprattutto nel settore del credito speciale e in quello valutario.

Grazie ad un accordo di reciprocità stipulato anni addietro con le autorità di vigilanza statunitensi, si è per la prima volta programmata una serie di indagini sull'attività delle filiali americane di banche italiane. Le visite, effettuate nel primo bimestre di quest'anno, sono state 5 ed hanno interessato la piazza di New York. Sono stati anche disposti 8 accertamenti generali a filiali di banche estere in Italia e 4 ispezioni presso aziende italiane in cui è prevalente la partecipazione di banche o gruppi finanziari esteri.

Complessivamente, nel corso del 1976 sono stati disposti 229 accertamenti (190 nel 1975), di cui 192 di carattere generale, e quindi esperiti con riferimento a tutti gli aspetti della gestione aziendale, e 37 riconducibili tra quelli settoriali, cioè limitati al controllo di alcuni settori operativi (19 accertamenti) ovvero di taluni aspetti particolari riguardanti il comparto estero delle aziende (18 accertamenti). A tale attività le Filiali della Banca hanno concorso con 86 accertamenti autonomamente disposti nell'ambito della sfera operativa loro riconosciuta sulle Casse rurali e artigiane e sulle aziende con raccolta fino a 5 miliardi di lire.

Nell'anno in rassegna la Banca ha avanzato al Ministro del Tesoro, che le ha accolte con provvedimenti assunti in via d'urgenza, 8 proposte di amministrazione straordinaria di aziende di credito. I provvedimenti di rigore sono stati adottati in 4 casi per gravi irregolarità e nei rimanenti anche per gravi perdite patrimoniali.

L'Istituto ha pure provveduto a segnalare all'Autorità Giudiziaria i fatti penalmente rilevanti accertati nel corso dell'attività di vigilanza e ad attivare la procedura sanzionatoria prevista dall'art. 90 della Legge bancaria. Nel corso del 1976 sono stati inoltrati all'Autorità Giudiziaria 117 rapporti ed avviate 510 procedure sanzionatorie.

Al fine di incentivare il rafforzamento patrimoniale delle aziende di credito, sono stati ampliati i limiti di autonomia operativa in materia di limite di fido, competenza territoriale e operazioni pluriennali a favore delle aziende bancarie con un piú elevato rapporto tra patrimonio e mezzi fiduciari.

I compiti autorizzativi affidati all'Organo di Vigilanza sono stati espletati tenendo presente l'esigenza di allineare la normativa di vigilanza alle disposizioni di altra natura (civilistiche, fiscali, ecc.) in tutti i casi in cui ciò è apparso compatibile con le finalità proprie della funzione di controllo demandata alla Banca d'Italia.

E' proseguita l'azione di stimolo dei processi autonomi di concentrazioni aziendali intesa a favorire la razionalizzazione del sistema bancario. Nell'anno si sono avute 8 incorporazioni e 2 fusioni che la Banca ha autorizzato dopo aver attentamente valutato le dimensioni operative delle aziende e la struttura bancaria delle piazze interessate. Al 31 dicembre scorso le aziende di credito iscritte all'Albo si ragguagliavano a 1.072, con una diminuzione di 7 unità rispetto alla fine del 1975, risultante da 5 nuove iscrizioni (4 Casse rurali e artigiane e 1 azienda estera), da 2 liquidazioni e dalle cennate incorporazioni e fusioni.

Gli sportelli bancari operanti nel territorio sono passati da 11.617 a 11.682 con una media, per azienda, di 10,9 contro 10,8 alla fine del 1975. Le piazze bancabili erano, al termine dello scorso anno, 5.666 (5.648 nel 1975) con 4.363 comuni serviti direttamente e 243 per il tramite di almeno una frazione.

Nel 1976 si è avuta una intensificazione delle richieste per l'apertura di sportelli bancari all'interno di imprese ed enti e sono state rilasciate 199 autorizzazioni. Tenuto conto delle rinunce, alla fine dell'anno gli sportelli « interni » erano 490, dei quali 374 operanti.

Le aziende di credito hanno anche manifestato la tendenza a potenziare ulteriormente la propria presenza sui mercati internazionali e la Banca ha dato il proprio benestare all'apertura di una filiale a New York e di 24 uffici di rappresentanza in centri finanziari di notevole importanza. Nell'anno in rassegna è stata pure autorizzata l'apertura a Milano di una filiale di una banca statunitense.

Nel corso del 1976 è stato effettuato l'aggiornamento dei dati dell'indagine sulla struttura del sistema bancario italiano e si è contestualmente proceduto a una verifica della validità delle aggregazioni dei comuni in aree di mercato bancario effettuate nel 1971.

Nel settore del credito speciale nel quale hanno operato, come nel 1975, 85 intermediari specializzati tra cui 47 sezioni con autonomia contabile ed amministrativa, particolare cura è stata dedicata alla razionalizzazione dell'intervento statale nel credito agevolato.

In questo contesto la Banca ha seguito attentamente la fase applicativa della legge 2 maggio 1976, n. 183 che ha ristrutturato l'intervento straordinario nel Mezzogiorno, e ha fornito un contributo di idee e di concreti schemi normativi ai fini dell'emanazione del D.P.R. 9 novembre 1976, n. 902 che ha dato attuazione alla legge n. 183 per la parte riguardante la ristrutturazione e la riconduzione ad un quadro unitario degli incentivi creditizi. In particolare, l'Istituto ha predisposto le modalità di attuazione del meccanismo di determinazione automatica dei tassi base da praticare sulle operazioni di credito agevolato, previsto dalle citate disposizioni legislative, assumendo l'onere della rilevazione dei dati e del calcolo delle variazioni dei tassi stessi.

Al fine di realizzare un migliore equilibrio, quanto a scadenze, tra le attività e le passività degli istituti di credito speciale, l'accesso al mercato obbligazionario è stato esteso a tutte le categorie di istituti. Inoltre, allo scopo di incentivare il rafforzamento patrimoniale di questi intermediari, sono stati fissati limiti massimi al rapporto raccolta-mezzi patrimoniali.

Per quanto concerne infine l'opera di razionalizzazione della normativa di vigilanza nel settore del credito speciale, è stata emanata una serie di disposizioni con lo scopo di colmare lacune normative e di snellire l'*iter* istruttorio dei diversi provvedimenti di competenza della Banca.

Servizio di tesoreria provinciale. — Il movimento contabile generale di cassa delle Sezioni di tesoreria provinciale si è ragguagliato a 454 mila miliardi, con un aumento del 27 per cento nei confronti delle risultanze dell'anno precedente. Nel comparto delle entrate di bilancio si rileva un sensibile aumento dell'incidenza relativa degli introiti per imposte dirette e indirette sul totale delle operazioni effettuate (rispettivamente, dal 27 al 32 e dal 15 al 28 per cento). Sono per contro diminuite, in termini di partecipazione al totale, le entrate per dogane e consumi e quelle di pertinenza del Tesoro. Tra i pagamenti, le variazioni di maggiore rilievo hanno interessato le pensioni e i rimborsi di BOT aumentati, rispettivamente, del 69 e del 43 per cento.

Le emissioni di titoli curate dalle Sezioni di tesoreria sono ammontate a 51.160 miliardi, di cui 49.334 per conto della Direzione Generale del Tesoro, 1.651 per conto della Direzione Generale del Debito Pubblico e 175 per conto della Direzione Generale della Cassa DD.PP.

I titoli emessi per conto della Direzione Generale del Tesoro risultano costituiti da:

— 339 miliardi di BOT speciali al tasso dell'1 per cento per rinnovo dell'anticipazione straordinaria al Tesoro;
— 2.495 miliardi di certificati speciali di credito;
— 46.500 miliardi di BOT, di cui 13.200 assegnati direttamente alla Banca d'Italia con appositi decreti ministeriali.

Le emissioni effettuate per conto della Direzione Generale del Debito Pubblico hanno interessato per:

— 1.500 miliardi, Buoni del Tesoro quadriennali, 9 per cento, scadenza 1-1-1980, interamente destinati alla sottoscrizione in contante;
— 151 miliardi, titoli del prestito per l'edilizia scolastica, 9 per cento, 1976-91. Tale emissione è stata la seconda delle tre previste dalla legge 17 agosto 1974, n. 413.

Tra le questioni di maggiore rilievo rientranti nell'ambito del servizio di tesoreria devono essere ricordate quelle riguardanti il rimborso dei crediti d'imposta e la « procedura di libero corso ». Nella riunione del 18 marzo u.s. il Consiglio dei Ministri ha approvato uno schema di disegno di legge per il rimborso d'ufficio dei crediti d'imposta vantati dai contribuenti, mediante l'emissione di vaglia cambiari « non trasferibili » provenienti dall'estinzione di titoli di spesa. Per l'assolvimento di questo compito, la cui attuazione è subordinata al perfezionamento del citato provvedimento legislativo (approvato da un ramo del Parlamento l' 11 maggio scorso), è prevista l'istituzione di una apposita Sezione di tesoreria.

Per quanto riguarda la « procedura di libero corso », è stato definito, d'intesa con il Ministero del Tesoro, un sistema di accertamento preventivo delle posizioni debitorie degli enti soggetti a tutela e vigilanza governativa nei confronti dell'Erario, della Cassa DD.PP. e della Direzione Generale degli Istituti di previdenza. Ciò consentirà l'ammissione diretta al pagamento dei titoli di spesa emessi a favore di quelli tra tali enti che non presentino esposizioni debitorie, semplificando ed abbreviando notevolmente l'attuale *iter* procedurale che di norma prevede la previa autorizzazione della competente Direzione provinciale del Tesoro.

Stanze e Servizi di compensazione. — Nel mese di giugno 1976 è entrata in vigore una nuova procedura automatica per la compensazione giornaliera dei recapiti che interessa le operazioni della specie presso tutte le Stanze e i Servizi di compensazione. La procedura, gestita in tempo reale mediante scambio di informazioni tra tutte le Filiali ed il Servizio Elaborazioni e Sistemi Informativi dell'Istituto, consente ad ogni azienda di credito aderente alla « recapiti », in aggiunta alle consuete operazioni nei confronti delle controparti della piazza:

— il regolamento accentrato presso una sola Stanza o Servizio dei saldi creditori e debitori rivenienti dalla sua partecipazione alla « recapiti » presso piú Stanze e Servizi;
— l'inserimento in compensazione di partite di debito e di credito nei confronti di altra azienda di credito non aderente alla locale compensazione dei recapiti.

Con l'avvio di questa procedura, che ha praticamente uniformato l'attività delle Stanze e dei Servizi per quanto attiene alla compensazione dei recapiti, si è reso necessario modificare la tavola riepilogativa delle statistiche del settore ponendo in evidenza, in luogo della distinzione tra l'attività svolta dalle Stanze e quella dei Servizi, il tipo di operazioni che vengono effettuate presso dette istituzioni, concretantesi in definitiva nella compensazione dei recapiti e nelle liquidazioni dei titoli. Non vengono piú forniti, altresí, i dati sull'interstanza titoli tenuto conto che il settore risulta incluso nella statistica delle liquidazioni titoli.

L'ammontare complessivo delle operazioni di debito e di credito relative alla compensazione giornaliera dei recapiti si è incrementato del 19,6 per cento, contro il 32,4 per cento nell'anno precedente (tav. P 4). I motivi della flessione devono attribuirsi all'abolizione della procedura « interstanza recapiti » tra filiali di una stessa azienda, intervenuta contemporaneamente all'istituzione dei conti accentrati di anticipazione e di deposito in conto corrente. In tal modo sono stati ricondotti alla loro sede naturale i semplici spostamenti di fondi tra filiali di una stessa azienda.

L'ammontare complessivo dei titoli trattati nelle liquidazioni ha presentato, sulla base dei prezzi di compenso, un incremento dell'1,6 per cento nei confronti del 1975, risultante da un aumento del 16,5 per cento delle liquidazioni giornaliere e da una flessione del 4,2

Tav. P 4

ATTIVITA' DELLE STANZE E DEI SERVIZI DI COMPENSAZIONE (1)

Anni	Recapiti (2)			Titoli (3)					
				liquidazione			per specie		
	Stanze	Servizi	TOTALE	giornaliera	mensile	TOTALE	titoli di Stato	obbligazioni	azioni
	Valori trattati *(miliardi di lire)*								
1970 . .	242.696	49.547	292.243	2.074	14.618	16.692	463	1.706	14.523
1971 . .	258.917	52.479	311.396	2.610	10.518	13.128	260	2.398	10.470
1972 . .	310.186	55.799	365.985	4.450	15.421	19.871	295	4.250	15.326
1973 . .	405.233	70.257	475.490	5.060	31.441	36.501	446	4.983	31.072
1974 . .	498.050	86.654	584.704	4.651	22.556	27.207	397	4.397	22.413
1975 . .	677.007	97.135	774.142	4.246	10.896	15.142	755	3.549	10.838
1976 . .	803.206	122.437	925.643	4.946	10.435	15.381	1.982	2.966	10.433
	(variazioni percentuali)								
1970 . .	*7,0*	*13,5*	*8,1*	*–47,5*	*–18,0*	*–23,4*	*–42,8*	*–45,3*	*–18,7*
1971 . .	*6,7*	*5,9*	*6,6*	*25,8*	*–28,0*	*–21,4*	*–43,8*	*40,6*	*–27,9*
1972 . .	*19,8*	*6,3*	*17,5*	*70,5*	*46,6*	*51,4*	*13,5*	*77,2*	*46,4*
1973 . .	*30,6*	*25,9*	*29,9*	*13,7*	*103,9*	*83,7*	*51,2*	*17,2*	*102,7*
1974 . .	*22,9*	*23,3*	*23,0*	*–8,1*	*–28,3*	*–25,5*	*–11,0*	*–11,8*	*–27,9*
1975 . .	*35,9*	*12,1*	*32,4*	*–8,7*	*–51,7*	*–44,3*	*90,2*	*–19,3*	*–51,6*
1976 . .	*18,6*	*26,0*	*19,6*	*16,5*	*–4,2*	*1,6*	*162,5*	*–16,4*	*–3,7*
	Rapporti tra valori non compensati e valori trattati								
1970 . .	*16,3*	*27,7*	*18,2*	*52,6*	*18,4*	*22,6*	*49,3*	*51,5*	*18,4*
1971 . .	*20,8*	*29,8*	*22,3*	*50,9*	*20,0*	*26,2*	*47,5*	*50,8*	*20,0*
1972 . .	*19,5*	*32,3*	*21,4*	*51,5*	*19,7*	*26,8*	*51,4*	*50,8*	*19,6*
1973 . .	*19,9*	*32,5*	*21,8*	*51,7*	*19,1*	*23,6*	*52,0*	*49,9*	*19,0*
1974 . .	*16,7*	*30,2*	*18,7*	*55,0*	*20,2*	*26,1*	*57,2*	*54,0*	*20,1*
1975 . .	*19,9*	*32,0*	*21,4*	*56,5*	*16,4*	*27,6*	*62,0*	*55,0*	*16,3*
1976 . .	*18,4*	*25,8*	*19,4*	*56,8*	*18,3*	*30,7*	*65,0*	*50,9*	*18,4*

(1) 11 Stanze (Bologna, Firenze, Genova, Livorno, Milano, Napoli, Padova, Roma, Torino, Trieste e Venezia) e 84 Servizi (presso le altre Filiali della Banca). Partecipano alle Stanze, per la compensazione recapiti: aziende di credito, Sezioni di tesoreria provinciale dello Stato, enti e società che abbiano notevole movimento di operazioni; per la liquidazione titoli: aziende di credito, agenti di cambio, commissionari di borsa, enti e società finanziarie di primaria importanza. Partecipano ai Servizi, che effettuano solo la compensazione dei recapiti, le aziende di credito e le Sezioni di tesoreria provinciale. – (2) Operazioni effettuate mediante scambio di effetti cambiari, vaglia, assegni, fatture, quietanze, cedole, titoli estratti o scaduti, ordini di giroconto, di accreditamento o di addebitamento, memorandum (per operazioni non documentate o in luogo di altri recapiti fuori piazza), saldi contante delle operazioni in titoli, mandati e titoli di spesa di tesoreria, ecc. – (3) Operazioni di vendita e acquisto in borsa e fuori borsa, riporti, consegna o ritiro di titoli franco valuta soltanto presso le Stanze di Firenze, Genova, Milano, Napoli, Roma e Torino (al prezzo di compenso).

per cento di quelle mensili. Il settore azionario, che rappresenta praticamente la totalità dei titoli trattati in liquidazione mensile, ha subíto una leggera contrazione (3,7 per cento) conseguente alla diminuzione del numero delle azioni trattate (10,3 per cento). Il settore del reddito fisso, che rappresenta il 99,5 per cento dei titoli trattati in liquidazione giornaliera, ha registrato, ai valori di compenso, una diminuzione nelle obbligazioni (— 16,4 per cento) e un forte aumento (162,5 per cento) nei titoli di Stato determinato, quest'ultimo, dal notevole movimento dei BOT verificatosi soprattutto nel primo semestre dell'anno.

Presso le Stanze e i Servizi di compensazione hanno complessivamente operato 1.344 aderenti, ivi comprese le Filiali della Banca d'Italia e le Sezioni di tesoreria provinciale dello Stato, fra cui 874 banche, 197 agenti di cambio e 82 tra commissionari di borsa e società finanziarie.

Rapporti con l'estero del sistema creditizio. — I compiti assegnati alla Banca dalla normativa penale in materia di infrazioni valutarie entrata in vigore lo scorso anno (L. 30 aprile 1976, n. 159 e successive modificazioni) hanno reso necessario, oltre ad una intensa opera di adeguamento normativo, un ampliamento delle strutture organizzative dell'Istituto, concretatosi nella costituzione del Nucleo Amministrativo Valutario al quale è affidato l'incarico di curare tutte le incombenze derivanti alla Banca dalle disposizioni indicate e di fornire consulenza agli incaricati di accertamenti ispettivi di vigilanza. Tra le pratiche istruite nell'anno da tale Nucleo, 8 hanno assunto rilievo penale e la relativa denuncia è stata inoltrata all'Autorità Giudiziaria.

Nell'anno in esame la qualifica di banca agente è stata attribuita a 3 aziende, mentre 2 l'hanno perduta per incorporazione; a fine anno il numero delle banche agenti era di 230. Alla stessa data esistevano altresí 100 aziende di credito abilitate ad operare nel settore estero con facoltà limitate; nel 1976 sono state accordate 14 autorizzazioni, ne è stata revocata 1 e 2 sono decadute per il passaggio delle aziende nella categoria delle banche agenti.

Per quanto riguarda i Centri raccolta valute, sono stati rilasciati 89 permessi, ne sono stati revocati 10, oltre a 39 rinunce. Di conseguenza, il numero dei Centri in esame si è ragguagliato, a fine anno, a 900 unità.

Nell'ambito dell'attività di controllo, sono stati effettuati 80 accertamenti valutari presso aziende di credito (71 in occasione di ispezioni di carattere generale) e 78 visite ispettive presso Centri di raccolta valute non bancari.

L'attività operativa della Banca è consistita nell'attivazione delle linee di credito concesse da banche centrali e istituzioni internazionali nell'ambito di accordi di cooperazione monetaria, nella gestione dei prestiti esteri, nell'amministrazione dei conti in lire e dei « conti nostri » in valuta, nell'impiego di disponibilità di riserva per conto dell'UIC e nel disimpegno di altre operazioni (aperture di credito dall'estero e sull'estero, valori all'incasso, amministrazione di titoli per conto dell'UIC).

Elaborazione automatica dei dati. — Tra le attività svolte dall'Istituto nel campo dell'elaborazione automatica dei dati durante l'anno in rassegna, particolare rilievo ha assunto la realizzazione delle procedure automatiche per la gestione accentrata dei conti di anticipazione e di deposito e per il regolamento su base nazionale dei saldi rivenienti da operazioni di compensazione svolte in sede locale, delle quali già si è fatto cenno.

Gli studi per la realizzazione di un sistema informativo per l'amministrazione del personale, già avviati nell'anno precedente, sono stati oggetto di ulteriore approfondimento e il progetto di un analogo sistema nel settore delle statistiche bancarie è in avanzata fase di realizzazione. Particolare impegno è stato pure dedicato al miglioramento dell'efficienza e dei risultati delle procedure di rilevazione dei rischi bancari.

Importanti sviluppi si sono avuti anche per quanto concerne le attrezzature del Centro elettronico della Banca, il cui assetto funzionale e organizzativo è stato potenziato con l'acquisto di alcune moderne apparecchiature. E' stato pure compiuto uno studio preliminare sul sistema di trasmissione dei dati che dovrà sostituire, negli anni '80, quello attualmente in esercizio.

Nella seconda metà del 1976 è stato avviato, come già osservato, uno studio tecnico-organizzativo per realizzare, nell'ambito del servizio di tesoreria provinciale dello Stato, una procedura automatica per il rimborso dei crediti d'imposta. In considerazione della notevole quantità dei rimborsi da effettuare (oltre 3 milioni all'anno), si è provveduto a studiare una idonea modernizzazione e un ampliamento delle macchine ausiliarie in dotazione al Centro elettronico.

Nel campo della collaborazione interbancaria va segnalata, fra le altre attività, l'iniziativa assunta dalle istituzioni aderenti alla Convenzione Interbancaria per i Problemi dell'Automazione (CIPA) di costituire un ente intercreditizio al quale affidare la progettazione e la gestione di procedure automatiche di interesse comune.

Gestione del patrimonio immobiliare. — Nel 1976 le spese per opere realizzate sono ammontate a 15,4 miliardi, contro 11,3 nel 1975; al netto della componente monetaria, l'incremento ha superato il 15 per cento. Nel mese di settembre, completati i lavori di ristrutturazione del vecchio stabile, la Filiale di Latina ha iniziato a funzionare nei nuovi uffici.

Nel quadro di un migliore assetto organizzativo, dal gennaio 1977 la gestione tecnica ed amministrativa degli immobili a reddito in Roma è stata affidata alla Società per il Risanamento di Napoli. Inoltre, in armonia con l'orientamento volto a realizzare un progressivo decentramento di funzioni, è stata attribuita alle Filiali maggiore autonomia in materia di interventi di manutenzione ordinaria degli immobili di proprietà della Banca.

Attività ispettiva interna. — Nel corso del 1976 sono state effettuate 16 ispezioni a Servizi dell'Amministrazione Centrale e a Filiali e 6 visite particolari presso altrettanti Stabilimenti per verificare l'organizzazione e il funzionamento di impianti e misure di sicurezza.

Il bilancio della Banca d'Italia.

All'*attivo* del bilancio della Banca gli aumenti di maggiore rilievo hanno interessato, nel corso del 1976, l'oro e gli impieghi in titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

Piú in particolare, l'oro di proprietà della Banca risulta iscritto in situazione per un importo di 6.429 miliardi, superiore di 4.625 miliardi a quello relativo alla fine dell'anno precedente. Questo aumento e la risultante del trasferimento all'UIC di una parte (543,0 tonnellate) del metallo posseduto dalla Banca e della rivalutazione della quantità residua (2.022,5 tonnellate) al prezzo di 3.178,916 lire per grammo di fino, rispetto alle 703,297 lire di cui al D.L. 28 gennaio 1960, n. 14. La rivalutazione del prezzo dell'oro è stata disposta con D.L. 30 dicembre 1976, n. 867, convertito nella Legge 23 febbraio 1977, n. 42.

A seguito della rivalutazione effettuata, secondo le norme fissate dal D.M. 31 dicembre 1976 emanato ai sensi del citato decreto legge, nello scorso mese di marzo il prezzo dell'oro si è ragguagliato a 3.512,842 lire per grammo di fino, per l'effetto combinato dell'andamento ascendente delle quotazioni dell'oro e dell'evoluzione del cambio lira-dollaro.

I titoli nel portafoglio della Banca (« libera proprietà » e « investimento fondi ») ammontavano, ai valori di bilancio, a 28.831 miliardi con un aumento, rispetto alla fine del 1975, di 9.943 miliardi (tav. P 5). Questo aumento è stato determinato per 13.587 miliardi da sottoscrizioni all'emissione (al netto dei rimborsi), da acquisti netti dall'UIC per 777 miliardi e da vendite nette sul mercato secondario per un importo pari a 4.242 miliardi. A queste cause di variazione delle consistenze patrimoniali debbono altresí aggiungersi svalutazioni contabili per 182 miliardi e utili rivenienti dalle operazioni di compravendita per circa 3 miliardi.

L'incremento del portafoglio della Banca si è verificato pressoché per intero nel comparto dei titoli pubblici passati, nell'anno, da 18.329 a 28.239 miliardi ed è stato determinato per oltre tre quarti dall'aumento degli investimenti in BOT. Alla fine del 1976 questi titoli ammontavano a 17.427 miliardi (9.704 al termine del 1975) e si ragguagliavano al 60,4 per cento del totale del portafoglio (51,4 per cento un anno prima).

Nel corso del 1976 la Banca d'Italia ha sottoscritto all'emissione buoni ordinari del Tesoro per un importo pari a 28.732 miliardi (18.067 nel 1975), corrispondente al 61,8 per cento delle complessive emissioni effettuate nell'anno (46.500 miliardi). Nel 1975 le sottoscrizioni della Banca avevano assorbito il 54,2 per cento dei titoli della specie emessi in quell'anno (33.350 miliardi). Poiché nei due anni a confronto le emissioni riservate alla Banca sono state di importo sostanzialmente analogo (13.200 miliardi nel 1976 e 12.700 nell'anno precedente), l'aumento relativo delle sottoscrizioni della Banca va attribuito a un piú consistente assorbimento di BOT offerti alle aste. Nel 1976 la Banca d'Italia ha infatti acquistato il 46,6 per cento dei titoli offerti (15.531 miliardi, su 33.300), rispetto al 26,0 per cento nel 1975 (5.367 miliardi su un totale di 20.650). Con riferimento alla durata, gli acquisti risultano costituiti per 7.748 miliardi da BOT a 6 mesi, per 5.169 da quelli a 3 mesi e per 2.614 da quelli a scadenza annuale.

Tenuto conto dei rimborsi, ammontati nell'anno a 18.983 miliardi (5.007 nel 1975), le sottoscrizioni nette di BOT da parte della Banca si sono ragguagliate, nel 1976, a 9.749 miliardi ai quali devono aggiungersi 777 miliardi rivenienti dalle cessioni nette effettuate dall'UIC; le operazioni sul mercato secondario, infine, si sono compendiate in vendite nette per 2.802 miliardi, importo inferiore di 4.449 miliardi a quello registrato nel 1975.

Tav. P 5

CONSISTENZE E MOVIMENTI DEI TITOLI DELLA BANCA D'ITALIA

(valori di bilancio in miliardi di lire)

Titoli	Consistenza iniziale	Aumento per			Diminuzione per			Svalutazioni contabili e utili su cessioni	Consistenza finale
		sottoscriz. all'emissione	acquisti sul mercato	acquisti da UIC	rimborsi	vendite sul mercato	cessioni a UIC		
					1975				
Reddito fisso	11.116,3	24.381,6	933,0	619,6	5.569,1	10.462,5	2.230,2	−2,0	18.786,7
A breve termine	6.161,7	18.277,7	890,0	200,0	5.248,5	8.141,1	2.225,0	–	9.914,8
BOT	5.919,9	18.066,7	890,0	200,0	5.006,7	8.141,1	2.225,0	–	9.703,8
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	175,0	–	–	175,0	–	–	–	175,0
Certificati di credito AIMA	66,8	36,0	–	–	66,8	–	–	–	36,0
A medio e a lungo termine	4.954,6	6.103,9	43,0	419,6	320,6	2.321,4	5,2	−2,0	8.871,9
Titoli di Stato:									
BTP	310,0	2.035,1	1,5	–	47,0	2.022,4	4,0	3,4	276,6
Cartelle Cassa DD.PP.	409,0	246,4	–	–	12,2	–	–	–	643,2
Certificati del Tesoro:									
ordinari	834,5	1.405,6	–	–	121,9	–	–	–	2.118,2
speciali	126,9	–	–	–	25,7	–	–	–	101,2
Consolidati e redimibili:									
edilizia scolastica	244,5	32,3	0,3	325,0	38,7	3,8	–	−8,4	551,2
altri	11,9	–	0,1	–	1,9	..	–	..	10,1
Obbligazioni:									
aziende autonome	391,7	192,0	3,5	52,3	17,5	53,2	–	−0,2	568,6
per conto Tesoro	2.068,1	2.178,6	33,4	42,3	43,5	132,9	1,2	0,4	4.145,2
ENEL-ENI-IRI	449,9	–	3,1	–	7,8	104,1	–	3,4	344,5
altre	108,1	13,9	1,1	–	4,4	5,0	–	−0,6	113,1
Azioni	82,3	9,3	16,9	–	–	16,1	–	−5,6	86,8
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire ed in valuta	14,4	–	–	–	..	–	–	–	14,4
TOTALE	**11.213,0**	**24.390,9**	**949,9**	**619,6**	**5.569,1**	**10.478,6**	**2.230,2**	**−7,6**	**18.887,9**
di cui: titoli pubblici	10.558,3	24.367,7	928,8	619,6	5.556,9	10.353,4	2.230,2	−4,8	18.329,1
					1976				
Reddito fisso	18.786,7	33.149,5	3.318,2	1.577,9	19.569,4	7.563,4	801,4	−169,5	28.728,6
A breve termine	9.914,8	28.952,4	3.195,6	1.577,9	19.194,0	5.997,6	801,1	–	17.648,0
BOT	9.703,8	28.731,5	3.195,6	1.577,9	18.983,0	5.997,6	801,1	–	17.427,1
Buoni fruttiferi Cassa DD.PP.	175,0	175,0	–	–	175,0	–	–	–	175,0
Certificati di credito AIMA	36,0	45,9	–	–	36,0	–	–	–	45,9
A medio e a lungo termine	8.871,9	4.197,1	122,6	–	375,4	1.565,8	0,3	−169,5	11.080,6
Titoli di Stato:									
BTP	276,6	1.477,5	65,3	–	–	1.366,3	0,3	−23,7	429,1
Cartelle Cassa DD.PP.	643,2	–	–	–	16,3	–	–	–	626,9
Certificati del Tesoro:									
ordinari	2.118,2	2.220,1	–	–	128,4	150,0	–	–	4.059,9
speciali	101,2	10,6	–	–	25,8	–	–	–	86,0
Consolidati e redimibili:									
edilizia scolastica	551,2	140,4	1,3	–	41,2	0,1	–	−30,4	621,2
altri	10,1	–	..	–	0,9	..	–	..	9,2
Obbligazioni:									
aziende autonome	568,6	87,0	5,5	–	32,3	28,5	–	−22,1	578,2
per conto Tesoro	4.145,2	201,2	45,2	–	118,5	4,6	–	−87,7	4.180,8
ENEL-ENI-IRI	344,5	–	5,0	–	6,7	16,3	–	0,8	327,3
altre	113,1	60,3	0,3	–	5,3	–	–	−6,4	162,0
Azioni	86,8	9,9	3,8	–	–	–	–	−9,8	90,7
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire ed in valuta	14,4	–	–	–	2,4	–	–	–	12,0
TOTALE	**18.887,9**	**33.159,4**	**3.322,0**	**1.577,9**	**19.571,8**	**7.563,4**	**801,4**	**−179,3**	**28.831,3**
di cui: titoli pubblici	18.329,1	33.089,2	3.312,9	1.577,9	19.557,4	7.547,1	801,4	−163,9	28.239,3

Nel comparto dei titoli pubblici a medio e a lungo termine, la cui consistenza è passata da 8.414 a 10.591 miliardi, l'incremento risulta determinato da acquisti netti all'emissione per 3.773 miliardi, da vendite nette sul mercato secondario per 1.432, da svalutazioni per 166 miliardi e da utili da compravendita per 2 miliardi. Le sottoscrizioni all'emissione, al netto dei rimborsi, hanno interessato essenzialmente i certificati di credito del Tesoro ordinari, i buoni poliennali e i titoli del prestito per l'edilizia scolastica. Le vendite hanno riguardato per la quasi totalità i buoni poliennali che, analogamente all'anno precedente, sono stati alienati in misura di poco inferiore a quella delle sottoscrizioni (rispettivamente, 1.366 e 1.478 miliardi).

Nella media dell'anno, il portafoglio titoli pubblici della Banca si è ragguagliato a 21.561 miliardi (12.684 nel 1975) e il suo rendimento medio, esclusi gli utili sui rimborsi, è risultato pari al 7,16 per cento, valore pressoché uguale a quello dell'anno precedente (7,11 per cento). Il sensibile divario rispetto ai tassi di mercato è dovuto al fatto che il rendimento del portafoglio BOT è uguale alla remunerazione delle riserve obbligatorie delle aziende di credito (5,50 per cento) fino a concorrenza dell'ammontare di queste ultime.

A fine 1976 il portafoglio titoli della Banca comprendeva, oltre ai titoli pubblici sopra indicati, obbligazioni di imprese pubbliche per 327 miliardi, altre obbligazioni per 162 miliardi, azioni per 91 miliardi, titoli italiani in valuta e titoli esteri per 12 miliardi. Nel corso dell'anno, la consistenza di questi titoli è complessivamente aumentata, tenuto conto delle svalutazioni e degli utili di negoziazione, di 33 miliardi. Ad eccezione delle obbligazioni ENEL garantite dallo Stato (323 miliardi) comprese nella voce « impieghi in titoli di Stato o garantiti dallo Stato », tutti gli altri titoli costituiscono impieghi dei fondi di riserva e dei fondi di accantonamento (tav. P 6).

I titoli quotati sono stati valutati a prezzi non superiori alla media dei prezzi di compenso dell'ultimo trimestre del 1976 e i non quotati al loro costo.

Tra le partecipazioni azionarie ne figuravano quattro di controllo: Istituto italiano di credito fondiario (valore nominale 2,8 miliardi, in bilancio per 6,1 miliardi); Società per la bonifica dei terreni ferraresi e per imprese agricole (valore nominale 1,3 miliardi, in bilancio per 1,1 miliardi); Società per il risanamento di Napoli (valore nominale 6,1 miliardi, in bilancio per 8,8 miliardi); Società Italcase (valore nominale 14,4 miliardi, in bilancio per uguale importo). Vi erano

Tav. P 6

TITOLI DELLA BANCA D'ITALIA

(valori di bilancio in miliardi di lire)

Titoli	Liberi	Riserva ordinaria	Riserva straordin.	Fondi di accanto-namento	Totale	*Giacenza media annua*
			1975			
Reddito fisso	18.226,0	37,9	33,8	489,0	18.786,7	*13.190,4*
A breve termine	9.914,8	–	–	–	9.914,8	*7.281,3*
BOT	9.703,8	–	–	–	9.703,8	*7.080,6*
Buoni frutt. Cassa DD.PP.	175,0	–	–	–	175,0	*175,0*
Certificati di credito AIMA	36,0	–	–	–	36,0	*25,7*
A medio e a lungo termine	8.311,2	37,9	33,8	489,0	8.871,9	*5.909,1*
Titoli di Stato	3.349,0	34,5	33,0	284,0	3.700,5	*2.598,7*
Obbligazioni:						
aziende autonome	568,6	–	–	–	568,6	*447,7*
per conto Tesoro	4.053,5	2,0	0,3	89,4	4.145,2	*2.356,2*
ENEL-ENI-IRI	340,1	–	–	4,4	344,5	*395,3*
altre	–	1,4	0,5	111,2	113,1	*111,2*
Azioni	–	8,5	8,7	69,6	86,8	*84,5*
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire e in valuta	–	–	2,0	12,4	14,4	*14,4*
TOTALE	18.226,0	46,4	44,5	571,0	18.887,9	*13.289,3*
di cui: titoli pubblici	17.885,9	36,5	33,3	373,4	18.329,1	*12.683,9*
			1976			
Reddito fisso	28.027,3	47,8	46,2	607,3	28.728,6	*22.023,6*
A breve termine	17.648,0	–	–	–	17.648,0	*12.483,0*
BOT	17.427,1	–	–	–	17.427,1	*12.293,3*
Buoni frutt. Cassa DD.PP.	175,0	–	–	–	175,0	*175,0*
Certificati di credito AIMA	45,9	–	–	–	45,9	*14,7*
A medio e a lungo termine	10.379,3	47,8	46,2	607,3	11.080,6	*9.540,6*
Titoli di Stato	5.455,7	44,8	45,5	286,3	5.832,3	*4.313,8*
Obbligazioni:						
aziende autonome	578,2	–	–	–	578,2	*575,6*
per conto Tesoro	4.022,3	1,6	0,2	156,7	4.180,8	*4.188,1*
ENEL-ENI-IRI	323,1	–	–	4,2	327,3	*336,5*
altre	–	1,4	0,5	160,1	162,0	*126,6*
Azioni	–	8,1	8,9	73,7	90,7	*94,9*
Titoli italiani in valuta ed esteri in lire e in valuta	–	–	2,0	10,0	12,0	*13,3*
TOTALE	28.027,3	55,9	57,1	691,0	28.831,3	*22.131,8*
di cui: titoli pubblici	27.704,2	46,4	45,7	443,0	28.239,3	*21.560,5*

altresí due partecipazioni in società collegate: Bastogi finanziaria (valore nominale 7,3 miliardi, in bilancio per 6,3) e Società italiana per il gas (valore nominale 3,9 miliardi, in bilancio per 2,1). La Banca aveva, infine, una partecipazione nel capitale della Banca dei regolamenti internazionali (valore nominale franchi svizzeri oro 30,8 milioni, in bilancio per 2,0 miliardi di lire).

Per quanto riguarda le partecipazioni di controllo, nel 1976 si è avuto un aumento di 9 miliardi nella quota di partecipazione alla società Italcase e di 0,1 miliardi in quella della Società per il risanamento di Napoli. Nell'ambito delle società collegate, sono aumentate le partecipazioni nella Bastogi finanziaria (0,5 miliardi) e nella Società italiana per il gas (0,3 miliardi). I dividendi lordi incassati sulle partecipazioni nelle società controllate e in quelle collegate sono ammontati a 1,0 miliardi, rispetto a 1,2 nel 1975; il dividendo della BRI è passato da 0,9 a 1,7 miliardi. A fine esercizio, le società controllate avevano estinto pressoché interamente il loro debito in anticipazione nei confronti della Banca (diminuito da 2,9 a 0,8 miliardi); i loro depositi, in conto corrente e per i servizi di cassa, si erano ridotti da 0,9 a 0,6 miliardi.

Alla fine del 1976 il conto corrente per il servizio di tesoreria presentava un saldo di 5.216 miliardi, superiore di 1.694 miliardi e del 48,1 per cento a quello in essere alla fine dell'anno precedente. Nella media dell'anno, l'esposizione del Tesoro ha superato il corrispondente valore del 1975 in misura pressoché uguale, in termini relativi, a quella risultante dal confronto tra i dati di fine periodo (47,3 per cento). Le altre partite attribuibili al Tesoro (risconto ammassi, anticipazioni straordinarie, biglietti e monete, titoli postali da riscuotere) sono complessivamente passate, nell'anno in esame, da 1.810 a 2.038 miliardi.

I crediti concessi dalla Banca al sistema creditizio (e, in misura trascurabile, ad altri enti) ammontavano a 1.035 miliardi, con un aumento di 254 miliardi rispetto alla situazione in essere alla fine del 1975, dovuto per la quasi totalità alle operazioni di anticipazione (tav. P 7).

L'esposizione per risconto di portafoglio ordinario, in particolare, si è commisurata a 17,4 miliardi (12,6 un anno prima) ed è risultata costituita pressoché per intero da effetti agrari di esercizio.

Le anticipazioni sono passate da 769 a 1.018 miliardi, con un aumento di 249 miliardi e del 32,4 per cento. La variazione è da attribuire pressoché esclusivamente alle operazioni al tasso dell'1 per cento concesse alle aziende di credito surrogatesi ai depositanti di altre aziende

in liquidazione coatta (D.M. 27 settembre 1974) e a quelle, allo stesso tasso, consentite, fino al 30 giugno 1977, alle aziende operanti nelle zone colpite dagli eventi sismici del maggio 1976 (D.M. 5 luglio 1976). Al netto di queste operazioni, complessivamente salite, nell'anno, da 53 a 294 miliardi, le anticipazioni ordinarie in conto corrente hanno presentato, alla fine del 1976, un saldo solo di poco superiore a quello in essere un anno prima (724 miliardi, contro 711). Al termine dello scorso anno, infine, non risultava in essere alcuna operazione a scadenza fissa (4,5 miliardi alla fine del 1975).

Tav. P 7

PORTAFOGLIO CAMBIARIO E ANTICIPAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA

(miliardi di lire)

Voci	Consistenze alla fine del		Variazioni
	1975	1976	
Portafoglio ammassi	**1.216,1**	**1.258,8**	*42,7*
Ammassi obbligatori e per contingente	1.171,8	1.211,3	*39,5*
grano	1.126,1	1.164,0	*37,9*
risone	27,3	28,3	*1,0*
altri prodotti	18,4	19,0	*0,6*
Campagne di acquisto grano per conto dello Stato	44,3	47,5	*3,2*
1962/63	26,5	28,4	*1,9*
1963/64	17,8	19,1	*1,3*
Portafoglio ordinario	**12,6**	**17,4**	*4,8*
Credito agrario di esercizio	12,4	16,7	*4,3*
Altro portafoglio ordinario	0,2	0,7	*0,5*
TOTALE PORTAFOGLIO	**1.228,7**	**1.276,2**	*47,5*
Anticipazioni in conto corrente	**764,5**	**1.018,0**	*253,5*
Ordinarie	711,1	724,2	*13,1*
D.M. Tesoro 27/9/1974	53,4	232,5	*179,1*
D.M. Tesoro 5/7/1976	–	61,3	*61,3*
Anticipazioni a scadenza fissa	**4,5**	**–**	*–4,5*
TOTALE ANTICIPAZIONI	**769,0**	**1.018,0**	*249,0*

I dati di fine anno pongono pertanto in evidenza un contenuto aumento del ricorso alle anticipazioni della banca centrale mentre, facendo riferimento ai dati medi annui, calcolati sulla base delle risultanze

decadali, si rileva, nei confronti del 1975, un discreto sviluppo di queste operazioni. Il debito in anticipazione in conto corrente, escluse le operazioni di cui ai citati decreti, è infatti passato da 706 a 790 miliardi, con un incremento dell' 11,9 per cento. A tale sviluppo si è contrapposto un piú contenuto aumento delle linee di credito accordate che si sono infatti mediamente ragguagliate a 2.038 miliardi, importo superiore del 6,1 per cento a quello relativo all'anno precedente (1.920 miliardi). Di conseguenza, il rapporto medio di utilizzo si è accresciuto di 2 punti percentuali, dal 36,8 al 38,8 per cento.

Le anticipazioni a scadenza fissa concesse nel 1976 sono aumentate da 80 a 134 e il loro ammontare si è piú che triplicato (14.620 miliardi, rispetto a 4.060 nel 1975). Tali anticipazioni sono state utilizzate per un numero di giorni inferiore a quello del 1975 (242 rispetto a 264) mentre il loro importo medio, calcolato sulla base dei giorni di effettivo utilizzo, è stato notevolmente piú elevato (420 miliardi, a fronte di 286).

Il piú accentuato ricorso al credito della banca centrale, che rispecchia la tensione nella situazione di liquidità che ha caratterizzato il mercato per larga parte dello scorso anno, si è verificato pur in presenza di un piú elevato costo, salito dal 6 al 15 per cento attraverso quattro successivi aumenti.

Il saggio ufficiale di sconto e il tasso di interesse sulle anticipazioni sono stati aumentati dal 6 al 7 per cento con decorrenza 2 febbraio e dal 7 all'8 per cento dal 25 dello stesso mese (DD.MM. 1 e 24 febbraio 1976). Dal 18 marzo, in base al D.M. dello stesso giorno, essi sono stati elevati al 12 per cento e, quindi, al 15 per cento dal 4 ottobre scorso (D.M. 30 settembre 1976).

Le ultime tre variazioni non sono state estese alle operazioni di risconto di cambiali agrarie emesse ai sensi dell'art. 6 della Legge 5 luglio 1928, n. 1.760, per le quali la ragione dello sconto è rimasta pertanto del 7 per cento. Nessuna modifica, infine, è stata apportata al tasso di sconto degli effetti ammassi obbligatori e commercializzazione acquisto grano campagne 1962-64 (1 per cento) e alla misura e ai criteri di applicazione delle maggiorazioni previste per il portafoglio ordinario e per le anticipazioni a scadenza fissa.

Sulla quasi totalità delle anticipazioni a scadenza fissa concesse nel 1976 sono state applicate le maggiorazioni di tasso previste dalle disposizioni in vigore. Di conseguenza, il tasso medio effettivo si è ragguagliato, nell'anno, al 14,75 per cento.

I rapporti intrattenuti dalla Banca d'Italia con l'UIC trovano all'attivo evidenza contabile nei « conti speciali » e nel « conto corrente

ordinario ». I primi, pari a fine anno a 9.744 miliardi con un aumento di 919 miliardi e del 10,4 per cento, rappresentano partite di credito in valuta derivanti dalla cessione all'UIC delle disponibilità provenienti dalle operazioni di raccolta all'estero effettuate dalla Banca direttamente o tramite società ed enti residenti. I conti speciali comprendono anche il controvalore (382 miliardi) dell'oro trasferito dalla Banca all'Ufficio nello scorso mese di dicembre. Il conto corrente ordinario, che nel corso dell'anno ha presentato una alternanza di saldi a debito e a credito, si è chiuso con un saldo a favore dell'UIC di poco superiore a quello in essere alla fine del 1975 (42 e 37 miliardi, rispettivamente). L'andamento del conto in oggetto è stato determinato principalmente da acquisti netti di valuta (1.672 miliardi) e dalla variazione del portafoglio titoli pubblici dell'UIC, diminuito nell'anno di 1.492 miliardi. Per effetto della abolizione delle operazioni di finanziamento delle esportazioni, consentite dall'UIC fino al 25 febbraio 1976, i conti correnti intestati all'Ufficio e relativi a tali operazioni (che al 31 dicembre 1975 presentavano un saldo di 750 miliardi a credito della Banca) sono stati estinti nello scorso mese di giugno quando le banche agenti hanno completato il rimborso delle somme utilizzate.

Gli immobili per uso ufficio sono esposti in bilancio, come di consueto, per 1 lira in quanto i costi relativi vengono ammortizzati per intero nello stesso esercizio in cui sono sostenuti. In base a una stima sommaria, il loro valore ammonta a circa 375 miliardi. Gli immobili non destinati a uso ufficio figurano nella voce « investimento dei fondi di riserva e di fondi diversi accantonati — altre attività » per l'importo, al costo storico, di 21 miliardi; il loro valore, risultante da una stima di massima, è di circa 105 miliardi.

Il consistente incremento delle partite varie dell'attivo, passate da 515 a 1.240 miliardi, è stato essenzialmente determinato, oltre che dall'aumento (146 miliardi) dei ratei attivi calcolati sugli interessi sui titoli secondo il criterio della competenza dell'esercizio, dalla variazione del fondo di dotazione dell'UIC, che nel 1976 è stato aumentato in due riprese: in maggio, da 100 milioni a 200 miliardi e, in dicembre, da 200 a 500 miliardi.

Al *passivo,* i biglietti della Banca in circolazione ammontavano a 14.590 miliardi, con un aumento di 1.669 miliardi e del 12,9 per cento inferiore, in termini sia assoluti sia relativi, a quello dell'anno precedente (1.762 miliardi e 15,8 per cento). L'andamento della circolazione nel corso dell'anno risulta caratterizzato da una accelerazione

del tasso di crescita, calcolato sui dati destagionalizzati, nei mesi iniziali e da un progressivo rallentamento dal mese di maggio. Nel 1975, invece, dopo un moderato sviluppo nel primo quadrimestre, la domanda di circolante aveva registrato una sensibile accelerazione attenuatasi solo nell'ultimo bimestre (tav. P 8).

Tav. P 8

CIRCOLAZIONE BIGLIETTI E VAGLIA CAMBIARI DELLA BANCA D'ITALIA

Periodo	Biglietti				Vaglia cambiari			
	consistenze di fine periodo		consistenze medie	incrementi	consistenze medie	emissione		
	dati di situazione	dati depurati della stagionalità	(1)	(2)	(3)	valore	numero	importo medio
	(miliardi)						*(migliaia)*	
1972	8.747,5		7.032,5		29,7	1.552,7	820	1.893,5
1973	10.029,0		8.253,3		37,3	1.745,1	776	2.248,8
1974	11.159,5		9.657,3		55,6	2.675,8	705	3.795,5
1975	12.921,3		10.897,7		72,5	3.071,9	769	3.994,7
1976	14.589,8		12.838,0		78,0	3.438,4	789	4.357,9
1975 - gen. .	10.185,0	10.241,0	10.466,3	*1,7*	69,5	332,1	107	3.103,7
feb. .	10.123,4	10.367,7	10.033,6	*1,2*	50,8	187,9	44	4.270,5
mar.	10.480,5	10.589,5	10.127,5	*2,1*	47,2	219,2	45	4.871,1
apr. .	10.295,9	10.454,8	10.224,0	*−1,3*	63,8	278,0	56	4.964,3
mag.	10.540,4	10.756,5	10.249,4	*2,9*	75,1	220,8	50	4.416,0
giu. .	11.134,4	10.968,5	10.715,4	*2,0*	81,7	221,3	64	3.457,8
lug. .	11.703,3	11.306,4	11.236,9	*3,1*	93,3	271,5	74	3.668,9
ago. .	11.460,4	11.495,9	11.609,5	*1,7*	89,2	231,5	54	4.287,0
set. .	11.309,1	11.427,4	11.206,1	*−0,6*	68,6	225,0	60	3.750,0
ott. .	11.298,6	11.663,2	11.281,5	*2,1*	73,1	284,6	68	4.185,3
nov.	11.379,5	11.742,3	11.159,9	*0,7*	72,9	257,6	59	4.366,1
dic. .	12.921,3	11.665,0	12.462,6	*−0,6*	85,3	342,4	88	3.890,9
1976 - gen. .	11.937,5	12.003,0	12.138,1	*2,9*	82,4	348,8	103	3.386,4
feb. .	12.180,9	12.474,8	11.978,8	*3,9*	69,4	239,3	48	4.985,4
mar.	12.318,5	12.446,4	12.154,8	*−0,2*	61,3	241,3	58	4.160,3
apr. .	12.571,5	12.765,5	12.487,4	*2,6*	73,9	277,0	62	4.467,7
mag.	12.773,8	13.035,8	12.520,3	*2,1*	76,7	241,5	56	4.312,5
giu. .	13.345,0	13.146,5	13.048,0	*0,8*	79,5	291,7	64	4.557,8
lug. .	13.662,1	13.198,8	13.219,7	*0,4*	85,5	322,2	72	4.475,0
ago. .	13.204,2	13.245,2	13.422,8	*0,4*	76,4	255,8	54	4.737,0
set. .	12.949,5	13.085,5	12.939,4	*−1,2*	74,1	249,5	57	4.377,2
ott. .	13.112,4	13.536,0	12.966,9	*3,4*	66,5	253,5	57	4.447,4
nov.	13.157,7	13.577,2	12.958,6	*0,3*	83,5	286,6	63	4.549,2
dic. .	14.589,8	13.171,3	14.221,4	*−3,0*	107,1	431,2	95	4.538,9

(1) Medie dei dati giornalieri. – (2) Calcolati per ogni mese sul mese precedente su dati depurati della stagionalità. – (3) Medie dei dati decadali.

I vaglia cambiari in circolazione e gli altri debiti a vista (giriconto e ordini di pagamento rimasti ineseguiti alla fine dell'anno) ammonta-

vano complessivamente a 89 miliardi, rispetto a 135 alla fine del 1975. La diminuzione va attribuita ai giriconto, in quanto l'attuazione della gestione accentrata dei conti di anticipazione e di deposito in conto corrente ha ridotto la necessità del sistema bancario di farvi ricorso. La consistenza finale dei vaglia è risultata, al 31 dicembre scorso, superiore a quella relativa all'anno precedente (89 miliardi, contro 76). Nel corso del 1976 le emissioni sono aumentate in misura inferiore a quella del 1975 in termini sia di importo sia, soprattutto, di quantità. In aumento sono risultati l'importo medio dei vaglia emessi (4,4 milioni, rispetto a 4,0) e la consistenza media di quelli in circolazione (78 e 73 miliardi, rispettivamente).

I depositi liberi sono diminuiti da 2.040 a 718 miliardi. La contrazione è derivata per 1.026 miliardi dalla eliminazione da questa voce delle somme messe a disposizione delle aziende di credito da parte dell'UIC per l'erogazione di crediti all'esportazione.

I depositi vincolati per obblighi di legge ammontavano a 16.747 miliardi ed erano costituiti esclusivamente dalle riserve obbligatorie delle aziende di credito. Nei confronti di fine 1975 queste ultime sono aumentate di 5.067 miliardi per effetto, oltre che dell'espansione dei depositi bancari soggetti a riserva, di tre versamenti straordinari, effettuati nei mesi di febbraio, marzo e ottobre, che hanno comportato un vincolo di fondi liquidi pari a circa 1.380 miliardi e della sostituzione di contante (652 miliardi) ai BOT venuti a scadenza nel primo bimestre dell'anno. Nel febbraio 1975, infatti, è stato introdotto l'obbligo di costituire la riserva bancaria solo con contante.

Le partite varie del passivo hanno registrato un aumento di 4.680 miliardi, passando da 758 a 5.438 miliardi, essenzialmente perché in questa voce sono contabilizzati i depositi infruttiferi, pari a fine anno a 3.545 miliardi, costituiti dagli importatori a norma del D.M. 6 maggio 1976 e dei successivi provvedimenti. La quota residua dell'aumento è attribuibile sia all'accresciuto volume dei risconti passivi calcolati, secondo il criterio della competenza dell'esercizio, sui BOT e sul portafoglio cambiario (778 miliardi, rispetto a 328 nel 1975), sia alla temporanea imputazione a questa voce di una quota (339 miliardi) del saldo attivo riveniente dalla rivalutazione dell'oro, in attesa del completamento delle procedure amministrative necessarie per utilizzare tali disponibilità per l'estinzione delle anticipazioni straordinarie al Tesoro figuranti nell'attivo per uguale importo.

Allo stesso saldo della rivalutazione dell'oro deve essere attribuita la parte prevalente dell'aumento intervenuto nei fondi diversi accantonati, che figurano in bilancio per 6.342 miliardi a fronte di 1.179 miliardi alla fine del 1975. Il D.L. del 30 dicembre scorso ha infatti stabilito, a fronte della rivalutazione dell'oro, la costituzione di due fondi, dei quali il primo, pari a 2.000 miliardi, da destinare alla copertura delle perdite di cambio derivanti dalla gestione valutaria italiana e l'altro, pari a 2.668 miliardi, quale riserva per adeguamento del valore dell'oro ai prezzi di mercato.

Variazioni di rilievo sono intervenute anche nei depositi in valuta, nei conti esteri in lire e nei servizi diversi per conto dello Stato.

I primi due conti si riferiscono pressoché esclusivamente ai rapporti che la Banca intrattiene con i terzi per conto dell'UIC e trovano pertanto contropartita, nella sezione dell'attivo, nei « conti speciali » con l'Ufficio Italiano dei Cambi. I « depositi in valuta per conto UIC » (5.830 miliardi) riflettono la provvista di fondi all'estero effettuata dalla Banca direttamente presso banche centrali di altri paesi, o attraverso prestiti contratti da istituzioni creditizie e da altri enti nazionali. I « conti in lire per conto UIC » (3.533 miliardi) sono costituiti soprattutto da partite di debito nei confronti del FMI.

Il saldo dei servizi diversi per conto dello Stato si è chiuso a debito della Banca per un importo di 825 miliardi, rispetto a un saldo, di uguale segno, di 52 miliardi a fine 1975. Tale saldo risulta essenzialmente costituito dalla quota non ancora versata in Tesoreria degli interessi su BOT retrocessi al Tesoro per la parte eccedente il tasso della riserva bancaria obbligatoria (617 miliardi, a fronte di una retrocessione complessiva, nel 1976, di 876 miliardi) e dall'incremento dei fondi messi a disposizione dal Tesoro per il pagamento degli interessi sui certificati di credito del Tesoro (199 miliardi).

Nel 1976 i pagamenti effettuati per conto di enti nazionali ed internazionali per i quali l'Istituto svolge servizio di cassa sono ammontati a 3.040 miliardi. Alla fine dell'anno, i fondi di pertinenza di tali enti si ragguagliavano a 130 miliardi (145 al 31 dicembre 1975).

Capitale. — Nessuna variazione è intervenuta nel corso dell'anno nell'ammontare del capitale e nella distribuzione delle quote di partecipazione che al 31 dicembre risultavano così ripartite:

Partecipanti con diritto di voto:								
Casse di risparmio e Monti di credito	n.	76	per	177.898	quote	con	471	voti
Istituti di diritto pubblico	n.	8	»	54.500	»	»	141	»
Banche di interesse nazionale . . .	n.	3	»	21.000	»	»	54	»
Istituti di previdenza	n.	1	»	15.000	»	»	34	»
Istituti di assicurazione	n.	8	»	31.500	»	»	95	»
	n.	96	per	299.898	quote	con	795	voti
Partecipanti senza diritto di voto:								
Casse di risparmio e Monti di credito	n.	13	per	102	quote			
Totale . . .	n.	109	per	300.000	quote			

Riserve. — Durante l'esercizio 1976 nei fondi di riserva si sono avuti i seguenti movimenti:

		Fondo di riserva ordinario		Fondo di riserva straordinario
ammontare al 31 dicembre 1975 . .	L.	48.897.079.954	L.	47.270.358.095
aumento:				
— per assegnazione di quota parte degli utili dell'esercizio 1975 . .	»	7.877.670.898	»	7.877.670.898
— per fruttato dell'impiego dei fondi stessi conseguito nel 1976 . .	»	3.395.757.393	»	4.900.336.806
	L.	60.170.508.245	L.	60.048.365.799
diminuzione:				
— per distribuzione ai Partecipanti di quota parte del fruttato dell'impiego dei fondi stessi conseguito nel 1975 (art. 56 dello Statuto)	L.	81.568.527	L.	80.431.473
ammontare al 31 dicembre 1976 . .	L.	60.088.939.718	L.	59.967.934.326

Conto economico. — Gli utili netti conseguiti nell'esercizio sono ammontati a 45,3 miliardi, rispetto a 39,4 miliardi nell'anno precedente. Tale importo è la risultante di profitti e rendite per 1.852,9 miliardi e di spese e oneri, comprese le ammortizzazioni e le assegnazioni ai fondi di accantonamento, per 1.807,6 miliardi (rispettivamente 1.100,1 e 1.060,7 miliardi nel 1975).

I profitti e le rendite si sono accresciuti di 752,8 miliardi determinati in prevalenza dai maggiori proventi rivenienti dagli investimenti in BOT e in altri titoli. Circa la metà degli utili da tali investimenti è costituita dagli interessi sui BOT (669,6 miliardi, rispetto a 387,0 nel 1975) che, secondo la normativa entrata in vigore nel febbraio 1975, sono fruttiferi per la Banca allo stesso tasso applicato sui depositi delle aziende di credito per riserva obbligatoria, fino a concorrenza dell'ammontare di questi ultimi.

Per il combinato effetto dei successivi aumenti del tasso di interesse sulle anticipazioni e dell'accresciuto ricorso del sistema bancario al rifinanziamento della banca centrale, i ricavi di tali operazioni sono aumentati, nel 1976, di circa 50 miliardi rispetto all'anno precedente, ragguagliandosi a 142,5 miliardi. L'aumento è stato determinato in misura relativamente maggiore dalle operazioni a scadenza fissa alle quali, come già osservato, le aziende di credito hanno fatto ricorso in misura assai piú consistente di quanto avvenuto nel 1975.

Inferiori a quelli dell'anno precedente (14,3 miliardi, rispetto a 16,4) sono invece risultati i proventi delle operazioni di risconto. Ciò trova spiegazione sia nella minore esposizione media registrata nel 1976, sia nella composizione del portafoglio ordinario. Questo infatti è in prevalenza costituito, come già si è osservato, da cambiali agrarie per le quali il tasso di sconto è rimasto immutato, dal febbraio 1976, nella misura del 7 per cento. Nella media dell'anno, il rendimento delle operazioni di risconto è stato del 7,3 per cento, valore analogo a quello dell'anno precedente (7,2 per cento).

Gli interessi attivi maturati sui conti con il Tesoro (conto corrente per il servizio di tesoreria e anticipazioni straordinarie, ambedue regolati al tasso dell' 1 per cento) sono ammontati a 56,5 miliardi, importo superiore di 17,5 miliardi a quello dell'anno precedente per effetto del piú elevato saldo medio del conto corrente di tesoreria, che ha fatto salire da 35,5 a 53,1 miliardi il relativo ricavo.

Il conto corrente ordinario con l'UIC e, fino al momento della loro estinzione, quelli relativi alle operazioni di finanziamento delle esportazioni, hanno determinato ricavi per 8,4 miliardi (1,3 nel 1975), al netto della consueta retrocessione all'UIC degli interessi eccedenti il tasso dell' 1 per cento su una quota del debito fino a 300 miliardi (12,9 miliardi) e di una retrocessione straordinaria di 25,4 miliardi.

Le provvigioni e diritti diversi sono ammontati a 9,4 miliardi, importo sostanzialmente analogo a quello dell'anno precedente (8,8 miliardi). I benefizi diversi sono aumentati di 19,1 miliardi (87,5 miliardi a fronte di 68,4 nel 1975) a causa dei maggiori utili sui titoli rimborsati (13 miliardi), dell'aumento (4 miliardi) dei proventi delle attività vincolate a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale, nonché del reddito (6 miliardi) derivante dal fondo di dotazione dell'UIC. A tali variazioni positive si è contrapposto un minore volume di utili su operazioni di compravendita di titoli ragguagliatisi, nel 1976, a 2,8 miliardi, rispetto a 9,0 nel 1975.

Nel 1976 le spese di amministrazione, al netto del rimborso a forfait per il servizio di tesoreria e di altri rimborsi e trasferimenti contabili, sono ammontate a 212,8 miliardi, con un aumento di 19,2 miliardi e del 9,9 per cento rispetto all'anno precedente (tavv. P 9 e P 10). L'aumento ha interessato principalmente gli oneri del personale cresciuti, nel periodo, di 16,6 miliardi pari al 9,0 per cento e dovuti per oltre due quinti al personale in quiescenza.

Le spese per le elaborazioni elettroniche e quelle sostenute per la fabbricazione e la distruzione dei biglietti, accertate per mezzo di contabilità autonome, sono complessivamente ammontate a 39,4 miliardi, 11,0 piú di quelle relative all'anno precedente. Gli oneri di personale hanno contribuito a tale aumento solo per un quinto poiché in questa categoria di spese hanno assunto un peso determinante l'evoluzione dei prezzi dei materiali e delle attrezzature necessari allo svolgimento di tali attività, oltreché l'espansione di queste ultime.

Le spese per i Funzionari e quelle relative al trasporto dei biglietti e degli altri valori non si sono sensibilmente discostate dai livelli dell'anno precedente. Le spese per gli immobili sono passate da 2,4 a 4,7 miliardi.

Rilevante è stato l'aumento degli oneri fiscali saliti da 21,9 a 54,8 miliardi. Il divario è stato determinato per oltre tre quarti (25,2 miliardi su 32,9) dall'imposta di bollo sulla circolazione che, per effetto delle variazioni del tasso ufficiale di sconto sulla cui base essa viene computata (un decimo del saggio ufficiale di sconto con un minimo dello 0,50 per cento), è ammontata a 46,5 miliardi. Tra gli altri oneri fiscali assumono rilievo i versamenti per IVA (3,3 miliardi) e INVIM (2,9 miliardi) dovuti, rispettivamente, al definitivo regolamento dell'imposizione relativa agli anni precedenti e al pagamento dell'imposta decen-

Tav. P 9

SPESE ED ONERI DELLA BANCA D'ITALIA

(milioni di lire)

Voci	1975	1976
Spese di amministrazione	193.612	212.814
Oneri di personale	185.307	201.898
emolumenti di personale in servizio	*112.994*	*122.343*
pensioni	*58.126*	*61.531*
indennità di fine rapporto	*14.187*	*18.024*
Altri oneri	14.425	17.464
Rimborsi e trasferimenti contabili	−6.120	−6.548
Spese per elaborazioni elettroniche	15.601	20.440
Oneri di personale	10.807	11.808
emolumenti di personale in servizio	*6.588*	*7.067*
pensioni	*3.388*	*3.667*
indennità di fine rapporto	*831*	*1.074*
Altri oneri	5.057	9.498
Costi sospesi	−263	−866
Spese per fabbricazione e distruzione biglietti	12.742	18.932
Oneri di personale	12.673	13.988
emolumenti di personale in servizio	*7.707*	*8.427*
pensioni	*3.988*	*4.301*
indennità di fine rapporto	*978*	*1.260*
Altri oneri	2.585	3.251
Costi sospesi	−2.516	1.693
Spese per i Funzionari (Consiglieri, Reggenti e Censori)	449	476
Spese per trasporto biglietti ed altri valori	1.162	1.374
Spese per gli immobili	2.391	4.724
Oneri fiscali	21.893	54.842
Interessi passivi — sulla riserva bancaria obbligatoria	461.928	817.173
Interessi passivi — altri	3.675	3.959
Erogazioni per opere di beneficenza e per contributi ad opere di interesse pubblico	551	699
Ammortizzazioni e assegnazioni diverse	346.681	672.189
assegnazioni	*344.885*	*669.050*
ammortizzazioni	*1.796*	*3.139*
TOTALE	**1.060.685**	**1.807.622**

nale sul valore degli immobili. Per le imposte dirette, è stato effettuato un accantonamento di 2 miliardi (500 milioni nel 1975).

Gli interessi passivi relativi ai depositi liberi e vincolati sono ammontati a 821,1 miliardi, importo superiore di 355,5 miliardi a quello dell'anno precedente. L'aumento è stato determinato pressoché esclusivamente dal sensibile incremento degli oneri relativi alla riserva obbligatoria delle aziende di credito che, come già osservato, sono passati da 461,9 a 817,2 miliardi.

Tav. P 10

SPESE DI AMMINISTRAZIONE E PER SERVIZI TECNICI (1)

(milioni di lire)

Voci	Banca	Tesoreria	Vigilanza	Stanze	Centrale dei rischi	Totale
			1975			
Spese: di amministrazione	139.467	37.747	15.646	752	–	193.612
per elaborazioni elettroniche	8.335	1.876	1.756	183	3.451	15.601
per fabbricaz. e distruz. biglietti	12.742	–	–	–	–	12.742
Totale	160.544	39.623	17.402	935	3.451	221.955
			1976			
Spese: di amministrazione	152.295	42.481	17.219	819	–	212.814
per elaborazioni elettroniche	13.564	1.997	1.431	129	3.319	20.440
per fabbricaz. e distruz. biglietti	18.932	–	–	–	–	18.932
Totale	184.791	44.478	18.650	948	3.319	252.186

(1) Ripartite fra i principali rami di attività della Banca d'Italia.

Le ammortizzazioni effettuate nell'esercizio sono ammontate a 3,2 miliardi e riguardano soprattutto le spese d'impianto (macchinari, mobili e arredi) integralmente ammortizzate, sotto il profilo economico, nello stesso esercizio in cui vengono effettuate, ad eccezione di quelle relative ai servizi tecnici (Tecnologico e Elaborazioni e sistemi informativi). Per queste ultime, le ammortizzazioni sono effettuate in piú esercizi sulla base dei coefficienti fiscalmente stabiliti. Alla fine dell'anno il costo dei macchinari, attrezzi e utensili di pertinenza dei servizi tecnici era pari a 12,3 miliardi e i relativi ammortamenti ammontavano a 5,8 miliardi.

I mobili e gli arredi, compresi quelli di valore artistico, nonché i macchinari esistenti alla fine del 1976 ammontavano complessivamente

a 49,8 miliardi, come risulta dagli inventari nei quali questi beni sono esposti al costo storico.

I fondi di accantonamento, esclusi quelli di nuova costituzione a seguito della rivalutazione dell'oro, si sono incrementati di 495 miliardi risultanti dalle assegnazioni per 669 miliardi, dal fruttato dell'impiego dei fondi stessi per 20 miliardi e dagli utilizzi per 194 miliardi.

Piú in particolare, il fondo svalutazione portafoglio, alimentato dal solo fruttato (10,6 miliardi), ammontava, alla fine dell'esercizio, a 160,7 miliardi, importo pari al 12,6 per cento della consistenza del portafoglio cambiario alla fine dell'anno (1.276 miliardi; 12,2 per cento e 1.229 miliardi nel 1975). Al fondo oscillazione titoli sono stati assegnati 364,1 miliardi, dei quali 182,1 per il reintegro degli utilizzi determinati dalle svalutazioni effettuate nell'anno e i residui 182 miliardi per adeguarlo alla accresciuta consistenza del portafoglio titoli (11.097 miliardi, rispetto a 8.872, esclusi i BOT, i buoni fruttiferi della Cassa DD.PP. e i certificati di credito del Tesoro speciali e annuali); alla fine dell'esercizio il fondo ammontava a 429,0 miliardi (3,9 per cento del portafoglio). La consistenza del fondo ricostruzione immobili non ha subíto variazioni in quanto le assegnazioni (11,4 miliardi) sono state destinate al reintegro degli utilizzi effettuati per ammortizzare le spese sostenute nell'esercizio e si ragguagliava, alla fine dell'anno, a 13,2 miliardi. Di 14,6 miliardi è aumentato il fondo assicurazione valori in viaggio (10,0 miliardi provenienti da nuove assegnazioni e 4,6 dal fruttato) che, pertanto, al 31 dicembre scorso risultava pari a 77,7 miliardi.

Al fondo ammortamento perdite eventuali sono stati assegnati 180 miliardi a fronte dei rischi connessi alle transazioni con l'estero della banca centrale. Analogamente all'anno precedente, è stata infine effettuata una assegnazione di 100 miliardi agli accantonamenti a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale, tenuto conto della riserva matematica relativa alle pensioni in essere e alle quote di indennità di fine rapporto già maturate.

Utili. — In applicazione degli artt. 54 e 57 dello Statuto, udita la relazione dei Sindaci, il Consiglio Superiore ha proposto e il Ministro del Tesoro ha autorizzato la seguente ripartizione dell'utile netto di lire 45.286.337.992 conseguito nell'esercizio 1976:

— al fondo di riserva ordinario, nella misura del 20 per cento	L.	9.057.267.598
— ai Partecipanti, nella misura del 6 per cento del capitale .	»	18.000.000
— al fondo di riserva straordinario, nella misura di un ulteriore 20 per cento	»	9.057.267.598
— ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale ad integrazione del dividendo	»	12.000.000
— al Tesoro dello Stato, la rimanenza	»	27.141.802.796
Totale	L.	45.286.337.992

A norma dell'art. 56 dello Statuto, il Consiglio Superiore ha proposto, inoltre, la distribuzione ai Partecipanti, a valere sul fruttato dei fondi di riserva ordinario e straordinario, di un ulteriore 54 per cento del capitale, pari a 162 milioni. Questo importo corrisponde allo 0,17 per cento circa dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 1975 e rientra quindi nel limite fissato dal predetto articolo.

IL GOVERNATORE
PAOLO BAFFI

RELAZIONE DEI SINDACI
SUL LXXXIII ESERCIZIO
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 1976
DELLA BANCA D'ITALIA

Signori Partecipanti,

Il bilancio dell'esercizio 1976, che viene sottoposto alla Vostra approvazione, chiude con le seguenti risultanze:

Conto patrimoniale:

Attività (esclusi i conti d'ordine) . . .		L.	54.668.580.619.600
Capitale e riserve	L. 120.356.874.044		
Passività (esclusi i conti d'ordine)	» 54.502.937.407.564		
		»	54.623.294.281.608
Eccedenza attiva . . .		L.	45.286.337.992

Conto profitti e perdite:

Profitti e rendite	L.	1.852.908.552.362
Spese ed oneri	»	1.807.622.214.370
Utile di esercizio . . .	L.	45.286.337.992

I conti d'ordine, iscritti in attivo e in passivo per l'importo di lire L. 87.481.075.669.279, rappresentano gli impegni (per il margine non utilizzato nei conti di anticipazione), i depositi in titoli e valori diversi e le partite ammortizzate nei precedenti esercizi.

Le singole poste del bilancio sono state da noi confrontate con le risultanze contabili da cui derivano e trovate a queste conformi. Per quel che riguarda i criteri di valutazione adottati, essi sono stati constatati in tutto rispondenti a quelli deliberati dal Consiglio Superiore e con-

formi alle norme di legge; Vi attestiamo in particolare che i titoli quotati sono stati valutati a prezzi non superiori alla media dei prezzi di compenso dell'ultimo trimestre del 1976; che i ratei ed i risconti sono stati con noi concordati; che gli accantonamenti sono stati calcolati con prudenza e che gli ammortamenti dei beni non direttamente spesati al conto economico sono stati calcolati alle percentuali massime fiscalmente consentite.

Nel bilancio del 1976 ha trovato iscrizione la rivalutazione dell'oro eseguita ai sensi del D.L. 30 dicembre 1976 n. 867 e del D.M. 31 dicembre 1976.

L'oro è stato valutato conseguentemente a L. 3.178,916 il grammo e il saldo attivo risultante è stato destinato come stabilito dall'art. 2 del citato Decreto Ministeriale.

La gestione dell'esercizio 1976 ha determinato un utile di lire L. 45.286.337.992.

Di tale utile il Consiglio Superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 54 dello Statuto, il seguente riparto:

—	al fondo di riserva ordinario, nella misura del 20 per cento	L.	9.057.267.598
—	ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	»	18.000.000
—	al fondo di riserva straordinario, nella misura di un ulteriore 20 per cento . . .	»	9.057.267.598
—	ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	»	12.000.000
—	al Tesoro dello Stato, la rimanenza di . .	»	27.141.802.796
	Totale . . .	L.	45.286.337.992

Il Consiglio Superiore Vi propone inoltre, a norma dell'art. 56 dello Statuto, una ulteriore assegnazione al capitale in ragione del 54 per cento del suo ammontare, e cioè di complessive L. 162.000.000 da prelevare dai frutti dei fondi di riserva, prelevamento che corrisponde all'incirca allo 0,17 per cento dell'importo dei fondi stessi al 31 dicembre 1975 e rientra nel limite fissato dal predetto articolo.

Durante l'anno decorso abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio Superiore e del Comitato ed abbiamo eseguito le verifiche e i

controlli di nostra competenza, in particolare quelli delle consistenze di cassa e dei valori della Banca e dei terzi.

L'attività degli Uffici periferici è stata da noi seguita tenendoci in relazione con i Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo il nostro ringraziamento.

Signori Partecipanti,

Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 1976 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale e nel conto dei profitti e delle perdite, e di approvare la proposta di ripartizione dell'utile e l'assegnazione aggiuntiva al capitale ai sensi dell'art. 56 dello Statuto.

Nel rassegnare il mandato che ci avete conferito, Vi ringraziamo della fiducia di cui ci avete onorato.

I SINDACI
DOMENICO AMODEO
MICHELE BENEDETTI
ALBERTO CAMPOLONGO
GIUSEPPE GUARINO

SITUAZIONE GENERALE
E CONTO PROFITTI E PERDITE

SITUAZIONE GENERALE

ATTIVO

Oro	L.		6.429.479.563.004
Cassa	»		440.548.530.179
Portafoglio su piazze italiane:			
risconto alle Aziende di credito	L.	17.389.052.038	
sconto Buoni Tesoro e cedole	»	—	17.389.052.038
Anticipazioni:			
in conto corrente	L.	724.182.166.975	
di cui al D.M. Tesoro 27 settembre 1974	»	232.496.250.000	
di cui al D.M. Tesoro 5 luglio 1976	»	61.330.159.863	
a scadenza fissa	»	—	1.018.008.576.838
Prorogati pagamenti presso le Stanze di compensazione	L.		—
Attività verso l'estero in valuta	»		4.127.905.394
Ufficio italiano dei cambi:			
conto corrente ordinario	L.	—	
conti speciali	»	9.744.329.014.587	9.744.329.014.587
Anticipazioni straordinarie al Tesoro	L.		339.000.000.000
Risconto per finanziamenti ammassi	»		1.258.775.514.995
Conto corrente per il servizio di tesoreria	»		5.215.876.292.396
Servizi diversi per conto dello Stato - partite debitorie	»		91.611.856.289
Impiego in titoli di Stato o garantiti dallo Stato	»		28.027.288.198.373
Certificati di credito del Tesoro di cui alla legge 17 agosto 1974, n. 386	»		16.962.162.345
Investimento dei fondi di riserva e di fondi diversi accantonati:			
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	L.	544.662.728.570	
altre attività	»	280.413.491.739	825.076.220.309
Immobili per uso ufficio	L.		1
Partite varie attive	»		1.240.107.732.852
	L.		54.668.580.619.600
Impegni:			
credito aperto non utilizzato sui conti di anticipazione	L.		1.359.116.889.488
Depositi:			
— a garanzia	L.	3.631.664.135.918	
— altri	»	82.487.787.487.080	86.119.451.622.998
Depositari di titoli e valori	L.		354.823.777
Partite ammortizzate nei passati esercizi	»		2.152.333.016
	TOTALE	L.	142.149.656.288.879

Verificato conforme ai libri di contabilità — Roma, 28 aprile 1977

I SINDACI

DOMENICO AMODEO
MICHELE BENEDETTI
ALBERTO CAMPOLONGO
GIUSEPPE GUARINO

IL RAGIONIERE GENERALE

TINUCCIO ROVIDA

AL 31 DICEMBRE 1976

ANNO OTTANTATREESIMO

PASSIVO

Circolazione	L.		14.589.809.687.000
Vaglia cambiari ed altri debiti a vista	»		88.936.110.373
Depositi in conto corrente liberi	»		718.309.011.511
Depositi in conto corrente vincolati a tempo	»		1.000.020.000
Conti speciali di cui alla legge 17 agosto 1974, n. 386	»		50.026.198.081
Depositi in conto corrente costituiti per obblighi di legge:			
ai fini della riserva bancaria obbligatoria	L.	16.747.234.084.350	
altri	»	138.341.764	16.747.372.426.114
Depositi in valuta estera:			
per conto UIC	L.	5.829.957.500.000	
altri	»	3.758.534.198	5.833.716.034.198
Conti dell'estero in lire:			
per conto UIC	L.	3.532.529.815.041	
altri	»	72.321.900.885	3.604.851.715.926
Ufficio italiano dei cambi - conto corrente ordinario	L.		42.273.041.575
Servizi diversi per conto dello Stato - partite creditorie	»		916.578.550.415
Servizi di cassa per conto di enti vari	»		130.016.997.000
Fondi diversi accantonati	»		6.342.003.271.571
Partite varie passive	»		5.438.044.343.800
Capitale sociale	L.	300.000.000	
Fondo di riserva ordinario	»	60.088.939.718	
Fondo di riserva straordinario	»	59.967.934.326	120.356.874.044
Utile netto dell'esercizio	L.		45.286.337.992
	L.		54.668.580.619.600
Impegni	L.		1.359.116.889.488
Depositanti	»		86.119.451.622.998
Titoli e valori presso terzi	»		354.823.777
Partite ammortizzate nei passati esercizi	»		2.152.333.016
TOTALE	L.		142.149.656.288.879

IL GOVERNATORE

PAOLO BAFFI

PROFITTI E PERDITE

ANNO

SPESE ED ONERI

Spese di amministrazione . . . . . L.	212.814.338.741	
Spese per i Funzionari . . . . . »	475.865.690	
Spese per trasporto biglietti e altri valori . . . . . »	1.374.581.591	
Spese per fabbricazione e distruzione biglietti . . . . . »	18.931.726.381	
Spese per elaborazioni elettroniche . . . . . »	20.439.984.532	
Spese per gli immobili . . . . . »	4.724.100.818	
		258.760.597.753
Imposta di bollo sulla circolazione dei biglietti e dei titoli fiduciari L.	46.511.290.200	
Imposte dirette . . . . . »	2.000.000.000	
Imposte e tasse diverse . . . . . »	6.330.848.655	
		54.842.138.855
Interessi passivi diversi { sulla riserva bancaria obbligatoria . L.	817.173.088.626	
Interessi passivi diversi { altri . . . . . »	3.958.469.474	821.131.558.100
Erogazioni per opere di beneficenza e per contributi a opere di interesse pubblico . L.		698.664.196
Ammortizzazioni e assegnazioni diverse . . . . . »		672.189.255.466
L.		1.807.622.214.370
Utile netto dell'esercizio . . . . . »		45.286.337.992
TOTALE . . . L.		1.852.908.552.362

RIPARTO DELL'UTILE

Al fondo di riserva ordinario . . . . . .
Al fondo di riserva straordinario . . . . . .
Ai Partecipanti . . . . . .
Al Tesoro dello Stato . . . . . .

Verificato conforme ai libri di contabilità — Roma, 28 aprile 1977

I SINDACI

DOMENICO AMODEO
MICHELE BENEDETTI
ALBERTO CAMPOLONGO
GIUSEPPE GUARINO

IL RAGIONIERE GENERALE

TINUCCIO ROVIDA

CONTO GENERALE

1976

PROFITTI E RENDITE

Interessi sulle operazioni di sconto	L.	14.278.112.291	
Interessi sulle anticipazioni	»	142.476.698.555	
Interessi sui conti con il Tesoro	»	56.452.851.296	
Interessi attivi diversi	»	8.790.341.944	
Provvigioni e diritti diversi	»	9.420.000.203	
Benefizi diversi	»	87.467.381.282	
			318.885.385.571
Interessi su BOT al tasso della riserva bancaria obbligatoria	L.	669.618.396.186	
Interessi e premi su altri titoli	»	861.925.784.994	
Proventi degli immobili	»	2.478.985.611	
			1.534.023.166.791
	TOTALE L.		1.852.908.552.362

NETTO DELL'ESERCIZIO

	L.	9.057.267.598
	»	9.057.267.598
	»	30.000.000
	»	27.141.802.796
TOTALE	L.	45.286.337.992

IL GOVERNATORE

PAOLO BAFFI

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 1976

CONSIGLIO SUPERIORE

BAFFI Paolo	– GOVERNATORE - *Presidente*
ERCOLANI Mario	– DIRETTORE GENERALE
CIAMPI Carlo	– VICE DIRETTORE GENERALE
SARCINELLI Mario	– VICE DIRETTORE GENERALE - *Segretario*

CONSIGLIERI SUPERIORI

BARNABO' Alessandro
BORSELLINO CASTELLANA Guido
CARBONE Gaetano *
CARUSO Umberto * (1)
D'AMELIO Carlo
DEL BALZO Giovanni Battista
de MICHELI Danilo
DORIA Dario *
FANTOLA Luigi
MORODER Lucio
MORONE Remo
PARODI Giovanni Battista *
POGGI Giovanni

* Membro del Comitato del Consiglio Superiore.
(1) Deceduto il 23.4.1977

SINDACI EFFETTIVI

AMODEO Domenico
BENEDETTI Michele
CAMPOLONGO Alberto
GUARINO Giuseppe
LISDERO Arturo

SINDACI SUPPLENTI

CONFALONIERI Antonio
GUATRI Luigi

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

ROVIDA Tinuccio	– RAGIONIERE GENERALE
ULIVIERI Giancarlo *	– ISPETTORE GENERALE
MONTERASTELLI Giuliano	– DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITA' OPERATIVE
MAGNIFICO Giovanni	– CONSIGLIERE ECONOMICO
SALONICO Pietro	– DIRETTORE CENTRALE PER L'ORGANIZZAZIONE TECNICA
PERSIANI ACERBO Alfredo	– SEGRETARIO GENERALE
QUATTRONE Rocco	– DIRETTORE CENTRALE (Sede di Milano)
OTERI Carmelo	– DIRETTORE CENTRALE PER LA VIGILANZA CREDITIZIA

* In pensione dall'1.1.1977

DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA

Alle ore 10,30 il Dott. Paolo Baffi, Governatore, quale Presidente dell'Assemblea, dichiara aperta la seduta.

Sono presenti i signori:

— dott. Innocenzo Zitelli, in rappresentanza del Ministro del Tesoro;
— dott. Renato Polizzy, dirigente superiore nel ministero del tesoro, espressamente delegato dal ministero stesso per l'espletamento delle funzioni di cui all'art. 114 del Testo Unico di legge sugli Istituti di Emissione;
— dott. Mario Ercolani, Direttore generale della Banca d'Italia;
— dott. Carlo Ciampi, Vice direttore generale della Banca d'Italia;
— dott. Mario Sarcinelli, Vice direttore generale della Banca d'Italia.

Sono presenti altresí i Consiglieri superiori:

ing. Alessandro Barnabò, dott. Guido Borsellino Castellana, dott. Gaetano Carbone, conte avv. Carlo d'Amelio, duca dott. Giovanni Battista del Balzo, conte dott. Danilo de Micheli, ing. Luigi Fantola, dott. Lucio Moroder, avv. Remo Morone, dott. Giambattista Parodi;

nonché i Sindaci:

prof. Domenico Amodeo, dott. Michele Benedetti, prof. Alberto Campolongo e prof. Giuseppe Guarino.

Il Governatore invita il notaio dott. Enrico Castellini a redigere il verbale ai sensi dell'art. 13 dello Statuto e a dare comunicazione dell'avviso di convocazione pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 5 maggio 1977, n. 121 (Parte seconda - Foglio delle inserzioni); quindi, a seguito degli accertamenti eseguiti dal notaio stesso, informa che risultano presenti n. 90 partecipanti, rappresentanti n. 297.890 quote di partecipazione aventi diritto a n. 778 voti e che pertanto l'Assemblea è legalmente costituita.

Vengono designati il dott. Giorgio Vercillo, nato a Cosenza il 16 giugno 1930, domiciliato a Monteporzio Catone (Roma), Via delle Cappellette n. 9 e il dott. Giulio Della Cananea, nato a Roma il 6 agosto 1932, domiciliato in Roma, Via Oslavia n. 30, ad assolvere le funzioni di scrutatori per l'elezione dei sindaci nonché di testimoni per la firma del verbale.

Esaurite le operazioni preliminari il Governatore invita l'Assemblea a passare allo svolgimento degli argomenti posti all'ordine del giorno:

1) Relazione del Governatore;
2) Relazione dei Sindaci;
3) Approvazione del bilancio dell'esercizio 1976 e deliberazioni a norma degli artt. 54 e 56 dello Statuto;
4) Nomina dei Sindaci e determinazione dell'assegno da corrispondersi ai medesimi per l'anno 1977.

Successivamente il Governatore passa alla lettura della Relazione, che viene seguita con particolare attenzione dai presenti e salutata, alla fine, da prolungati applausi.

Il Governatore invita poi il Sindaco prof. Domenico Amodeo a dare lettura della Relazione dei Sindaci.

Quindi, il Governatore rammenta che lo scorso anno, a questo punto dei lavori, presero la parola il Governatore Onorario dott. Donato Menichella ed il suo predecessore dott. Guido Carli che oggi non sono presenti. In proposito il dott. Baffi precisa che il dott. Menichella è indisposto mentre il dott. Carli ha fatto pervenire da San Francisco un messaggio — di cui dà lettura — con il quale egli si dichiara idealmente presente ed esprime la certezza che la documentazione che sarà offerta dei risultati positivi conseguiti dall'Istituto di Emissione conforterà il Paese nella convinzione della intatta capacità di rinascita di cui dispone.

Successivamente, avendo l'Assemblea unanimemente deciso di dare per letti la situazione generale dei conti al 31 dicembre 1976 ed il conto « profitti e perdite » per l'anno medesimo, il Governatore dichiara aperta la discussione sul bilancio e sulla ripartizione degli utili.

Chiede di parlare l'avv. Enzo Ferrari, Presidente dell'Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

Signor Governatore, Signori Partecipanti,

a nome della maggioranza dei partecipanti ho il pregio di presentare il seguente ordine del giorno:

« L'Assemblea generale ordinaria dei Partecipanti al capitale della Banca d'Italia, udita la Relazione del Governatore e quella del Collegio

dei Sindaci sull'esercizio 1976, approva il bilancio e il conto dei profitti e delle perdite; approva altresí l'assegnazione degli utili di esercizio a norma dell'art. 54 dello Statuto e la proposta di ulteriore assegnazione a valere sui frutti degli investimenti delle riserve ai sensi dell'art. 56 dello Statuto medesimo ».

Signor Governatore, Signori Partecipanti,

a seguito delle dimissioni del Prof. Giordano Dell'Amore, che per un quarto di secolo ha guidato l'Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane, ho il privilegio di assolvere oggi l'incarico di rappresentare in questa Assemblea la maggioranza dei partecipanti e di leggere a loro nome l'ordine del giorno che approva formalmente il bilancio della Banca d'Italia. Secondo la tradizione, mi sia concesso di aggiungere alcune brevi considerazioni.

Negli anni recenti siamo venuti a questa Assemblea con l'animo sempre piú ansioso di cogliere dalle parole che il Governatore avrebbe pronunciato il segnale che i tempi dell'incertezza e della difficoltà erano finiti. Siamo ritornati al nostro lavoro con la convinzione che il segnale non era venuto, ma che avremmo ancora potuto contribuire validamente a che il mutamento avvenisse, se avessimo operato piú energicamente nel senso della stabilizzazione dell'economia.

Anche oggi abbiamo ascoltato le considerazioni finali del Governatore con la stessa attesa. Ancora una volta egli ha potuto offrirci soltanto motivi di grave riflessione e indicazioni su possibili corsi alternativi della nostra economia ove l'uno o l'altro vincolo fondamentale dell'equilibrio avesse a sciogliersi entro termini relativamente brevi. Sebbene ci sia stata confermata l'esistenza di prospettive di riassestamento, la durezza delle condizioni cui sono sottoposte non ci consente di affermare che il segnale di cui parlavo sia stato dato.

Il ritorno al pareggio dei nostri conti con l'estero sembra essere l'unica delle possibilità positive dell'attuale situazione. Ove essa si avveri, si sarà certamente posta una premessa per la stabilizzazione dell'economia e si potrà nutrire fiducia maggiore di riuscire a porre le altre premesse per uscire dalle gravi angustie in cui versiamo. Sappiamo, tuttavia, quanto sia labile, da solo, un riequilibrio della bilancia dei pagamenti e sarebbe ingannevole, allora, cullarci nella illusione di aver superato il punto di svolta; nessuno dei limiti e dei freni instaurati

negli ultimi tre anni potrebbe essere tolto subito né potrebbe essere revocato lo stato di emergenza in cui viviamo. E ciò anche se l'ultimo provvedimento restrittivo, quello del 30 marzo u.s., necessiterebbe di una diversa articolazione che tenga maggiormente conto delle differenti situazioni aziendali.

Occorre perciò procedere con grande decisione sulla strada appena imboccata della restrizione del volume della spesa nazionale per consumi e della ripresa della produttività del lavoro, soprattutto nel settore pubblico. Infatti, finché non si concreti l'altra premessa fondamentale, quella di una sostanziale riduzione del tasso d'inflazione interna, da cui siamo tormentati ormai da troppo lungo tempo, non sarà possibile confidare in un sollecito ritorno alla normalità.

E, affermando questa convinzione, mi sia concessa l'occasione per esprimere un concetto che mi sta particolarmente a cuore. La compressione del ritmo incessante al quale la nostra moneta perde di valore non costituirebbe soltanto il dato tecnico per attestare che la fase piú avversa del ciclo economico è stata piegata; esso avrebbe anche un peso decisivo nel lenire l'irrequietezza sociale del Paese e, per quel che ci riguarda piú da vicino, darebbe una ricompensa morale, oltre che materiale, ai tanti risparmiatori — specie i piú modesti ed i piú saldi sotto l'aspetto morale — che continuano a sostenere le istituzioni bancarie con la loro fiducia. Si è avuta l'impressione, è sgradevole dirlo, che dalla fine degli anni '60 la difesa del potere di acquisto della popolazione lavoratrice e del valore del risparmio delle famiglie non sia stata tenuta in tutto il conto dovuto nei disegni delle forze politiche e sociali, proprio mentre la formazione netta di risparmio andava rivelandosi uno dei pochi punti fermi del quadro finanziario.

La categoria bancaria che ho l'onore di rappresentare, e credo di poter parlare a questo riguardo anche a nome del resto del sistema bancario, è molto sensibile a questo argomento, al quale è legata la soluzione dei due maggiori problemi che il sistema bancario ha dinnanzi a sé: quello della ripresa dei mercati finanziari e quello dell'abbassamento dei livelli dei saggi di interesse, e della conseguente riduzione del divario fra i tassi bancari debitori e quelli creditori. Nessuno di questi due nodi dell'economia finanziaria avrà uno scioglimento che non sia passeggero se prima non si sarà riusciti ad incidere in misura sostanziale sul tasso d'inflazione interna. Del resto, anche il dilemma della riconversione industriale e dell'occupazione è risolubile soprattutto attraverso una espansione degli investimenti ottenibile solo se la disponibilità e il prezzo dei capitali a ciò necessari saranno adeguati.

Il sistema bancario ha compreso le ragioni vitali della piú recente politica dei saggi d'interesse perseguita dalle autorità monetarie, e, nonostante le critiche a volte aspre, l'ha sostenuta con la propria azione senza eccezioni, anche quando poteva entrare in conflitto con gli interessi aziendali. Credo di poter affermare che, pur potendosi giustificare talune delle critiche fatte, il sistema bancario manterrà saldamente l'impegno di continuare ad agire in armonia con gli obiettivi delle autorità monetarie.

Per altro, questo sostegno potrà essere tanto piú convinto e fattivo quanto piú rapido sarà il successo ottenuto nella riduzione del tasso d'inflazione e piú a portata di mano la possibilità di passare da una politica difensiva a una di attacco. Fra gli strumenti difensivi crediamo di dover annoverare le restrizioni amministrative all'aumento del credito bancario che sono state introdotte a piú riprese negli ultimi tempi. Appunto perché facenti parte di una linea di difesa, le banche hanno accettato di osservare e hanno osservato con disciplina le restrizioni. Tuttavia, il ripetersi e l'estendersi dei vincoli amministrativi tende ad ottunderne l'efficacia, perché logorano le strutture interne delle aziende, da un lato, ed intaccano i legami con la clientela e con il mercato, dall'altro. Inoltre, le aziende piccole e medie del sistema bancario che dispongono di un grado minore di elasticità, lamentano discriminazioni e l'esenzione a favore di almeno una delle categorie bancarie.

Nel suo complesso, l'organizzazione bancaria e interbancaria è sufficientemente flessibile per assorbire le conseguenze negative di provvedimenti vincolistici che si rendano indispensabili in fasi critiche, per correggere gli eccessi delle fasi cicliche. Uno stato permanente di tensione e di limitazione rischia, tuttavia, di provocare un graduale scollamento della costruzione bancaria, i cui equilibri interni sono delicati e le cui modificazioni non sono sempre reversibili. Il sistema bancario auspica vivamente che l'impalcatura vincolistica congiunturale venga mantenuta in piedi per il tempo e l'ampiezza strettamente necessari; solo cosí potrà essere assicurata la piena efficacia della collaborazione che è stata sempre fornita alle autorità e una rispondenza degli indirizzi rispetto ai fini generali.

Conosciamo la cura che la Banca d'Italia dedica alla propria organizzazione interna e alla sua capacità reattiva di fronte ad eventi esterni, e non ci si può che compiacere di ogni miglioramento della sua efficienza. Per le aziende sottoposte alla vigilanza della banca centrale, la possibilità di operare senz'altre restrizioni che non siano quelle isti-

tuzionali imposte dal legislatore a tutela del depositante e dell'interesse pubblico, equivale in parte alla possibilità di strutturarsi e agire efficientemente sia come imprese singole che come membri di un sistema.

Desidero esprimere a questo punto la solidarietà piú sincera dei Partecipanti nei riguardi dell'azione difficile e gravosa che la Banca d'Italia e il suo Direttorio, in particolare, stanno svolgendo a favore della stabilizzazione dell'economia. Il sistema bancario è pronto a prestare ogni sforzo diretto al conseguimento di questa irrinunciabile meta, e quindi rivolgo un augurio di successo per l'azione della Banca d'Italia, che è per il successo di tutto il Paese.

Un fervido applauso dell'Assemblea accoglie le parole dell'avv. Ferrari.

Il Governatore ringrazia l'avv. Ferrari per il contributo arrecato alla discussione e manifesta il suo consenso sugli obiettivi e sulle strategie da lui indicati. Il dott. Baffi si associa inoltre al saluto cordiale che l'avv. Ferrari ha rivolto al prof. Dell'Amore.

Dopodiché, il Governatore invita l'Assemblea a votare l'ordine del giorno proposto.

Messo ai voti, con prova e controprova, l'ordine del giorno viene approvato all'unanimità. Restano cosí approvati il bilancio ed il conto « profitti e perdite » dell'esercizio 1976, la distribuzione degli utili ai sensi dell'art. 54 dello Statuto, nonché l'ulteriore assegnazione ai Partecipanti ai sensi dell'art. 56 dello Statuto medesimo.

Il Governatore invita infine l'Assemblea a determinare, ai sensi dell'art. 23 dello Statuto, l'assegno da corrispondersi ai Sindaci per l'anno 1977.

Il Partecipante dott. Corrado Garofoli propone di confermare l'assegno fisso da corrispondersi a ciascun Sindaco, per l'anno 1977, in L. 2.750.000, al lordo delle ritenute d'acconto di cui al D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600 in aggiunta ai rimborsi spese ad essi spettanti.

Messa ai voti, con prova e controprova, la proposta è approvata.

Si procede, da ultimo, per appello nominale e per schede segrete, alla elezione dei Sindaci effettivi e supplenti, ai sensi dell'art. 7 dello Statuto.

Terminate le operazioni di scrutinio, il Governatore comunica che sono risultati eletti:

Sindaci effettivi i Signori:

— AMODEO prof. dott. Domenico . . . . . con voti n. 754
— BENEDETTI dott. Michele . . . . . » » » 754
— CAMPOLONGO prof. dott. Alberto . . . . . » » » 754
— GUARINO prof. avv. Giuseppe . . . . . » » » 754
— LISDERO prof. dott. Arturo . . . . . » » » 754

Sindaci supplenti i Signori:

— CONFALONIERI prof. dott. Antonio . . . . con voti n. 754
— GUATRI prof. dott. Luigi . . . . . » » » 754

Dopo di che, alle ore 13,10, il Governatore dichiara chiusa l'Assemblea.