

BANCA D'ITALIA

A S S E M B L E A
G E N E R A L E
O R D I N A R I A
D E I P A R T E C I P A N T I

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1978

ANNO 1977 (LXXXIV)

CONSIDERAZIONI FINALI

BANCA D'ITALIA

A S S E M B L E A
G E N E R A L E
O R D I N A R I A
D E I P A R T E C I P A N T I

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1978

ANNO 1977 (LXXXIV)

CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti,

L'illustrazione dei fatti amministrativi, del bilancio e del conto d'esercizio della Banca costituisce oggetto di un apposito capitolo della Relazione che vi è stata distribuita, al quale per ragioni di tempo si fa anche quest'anno rinvio. Come detentori del capitale dell'Istituto di emissione e in qualità di esercenti il credito, voi siete in duplice veste partecipi di problemi che attengono all'interesse generale e protagonisti di attività di cui esso assegna la direzione o definisce il contorno: cosicché se l'equilibrio dei conti d'esercizio costituisce, per noi e per voi, il momento di riscontro della economicità delle coordinazioni di uomini, mezzi materiali e finanziari attuate all'interno delle nostre aziende, è legittimo che in questa adunanza il discorso abbia ad incentrarsi piuttosto sui problemi dell'azienda Italia.

Prima di venire ai quali desidero tuttavia esprimere alla compagine del personale della Banca il riconoscimento che le è dovuto per aver fronteggiato con impegno un carico di lavoro che il movimento economico del Paese, la legislazione, la congiuntura valutaria e creditizia, hanno ancora in varie direzioni accresciuto, in un periodo di accelerato ricambio di generazioni nell'Istituto e con una diminuzione di 64 unità nella consistenza del personale rispetto all'esercizio precedente. Anche se le cessazioni dal servizio, che negli ultimi anni avevano registrato punte elevate, sono venute riducendosi, è stato necessario sviluppare, ed è ancora in corso, un notevole programma di assunzioni, con selezioni effettuate, pur su numeri massicci, in tempi tecnici molto rapidi.

La richiesta di collaborazione e di consultazione da parte degli organi dello Stato si è intensificata di pari passo con la tendenza a frequenti interventi pubblici per orientare l'azione degli intermediari finanziari. Ampio contributo è stato dato alla definizione normativa di vari problemi creditizi; l'attività ispettiva sull'esercizio del credito si è indirizzata in misura accresciuta agli istituti maggiori; quella valutaria ha richiesto più numerosi e penetranti adempimenti.

Si è fatto fronte a notevoli incrementi di lavoro per l'aumentato movimento delle casse; per gli interventi intesi a rafforzare la sicurezza

dei valori e delle persone; per le sopravvenute esigenze legislative in materia di rimborso di crediti d'imposta con vaglia cambiari della Banca e di versamenti in Tesoreria degli aumenti retributivi dipendenti da variazioni del costo della vita.

E' realizzata la meccanizzazione della contabilità dell'Amministrazione centrale; le operazioni dei movimenti in titoli presso le stanze di compensazione possono ora eseguirsi in forma automatica e accentrata; esistono i presupposti concreti per la gestione accentrata dei titoli mobiliari.

A questo serio impegno il personale viene chiamato in un quadro di livellamento economico fra gruppi diversi di lavoratori il quale gli ha imposto non solo un arresto, ma un sensibile arretramento nella posizione retributiva espressa in termini reali. Questo movimento verso una maggiore parità di condizioni, accelerato oltre il dovuto dall'insufficiente controllo dell'inflazione, rende imperativa l'esigenza di mantenere operanti procedure di selezione e di avanzamento fondate sulla giusta valutazione del merito.

L'economia internazionale.

Nel loro andamento recente le economie industriali hanno mancato l'obiettivo di trasformare la ripresa in un'espansione regolare e sostenuta del reddito e degli scambi.

Nell'insieme dei paesi dell'OCSE, lo sviluppo si è adagiato, lungo i trimestri centrali del 1977, su tassi annui inferiori al 3 per cento. Solo il ricorso, durante l'estate, a misure fiscali dai temporanei effetti espansivi ha permesso la realizzazione di una crescita, per l'intero 1977, del 3,6 per cento in termini reali, inferiore a quella dell'anno precedente (5,2 per cento) ed insufficiente a consentire un adeguato grado di utilizzazione dei fattori produttivi. Il numero dei disoccupati supera i 16 milioni, quasi la metà dei quali è al di sotto dei 25 anni. L'incremento degli investimenti fissi resta inferiore a quello occorso nelle fasi espansive dei precedenti cicli post-bellici.

Il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, ha ecceduto di circa mezzo punto quello di 8,7 per cento registrato nel 1976. Questa sia pur lieve accelerazione si è innestata, quindi, su un tasso già troppo elevato, sebbene notevolmente inferiore al massimo del 13,6 per cento toccato nel 1974. In presenza di una dinamica salariale mediamente in leggera decelerazione, dall' 11 per cento del 1976 al 10, la mode-

stia dello sviluppo produttivo ha ostacolato un ulteriore rallentamento dell'inflazione, frenando la crescita della produttività e accentuando quella dei costi del lavoro per unità di prodotto. Questi ultimi, nell'industria manifatturiera dei principali paesi, si sono accresciuti in media del 6 per cento, rispetto al 3 del 1976. Alla formazione della media concorre l'economia italiana, ma da una posizione fortemente distaccata: da noi, infatti, l'incremento dei costi unitari è stato triplo rispetto all'insieme degli altri paesi, nonostante una fiscalizzazione degli oneri sociali.

La lentezza dell'espansione è in notevole misura attribuibile ad alcuni paesi in cui la favorevole condizione della bilancia dei pagamenti avrebbe consentito un maggiore slancio produttivo. La crescita della domanda interna è stata infatti conforme ai programmi negli Stati Uniti, ma inferiore nella Germania federale e in Giappone. Questi due paesi hanno conservato l'uno, fortemente accresciuto l'altro, l'avanzo dei pagamenti correnti.

In presenza di uno sviluppo degli scambi internazionali limitato al 4 per cento, i paesi in disavanzo hanno potuto migliorare i loro conti con l'estero soltanto dimezzando il tasso di crescita rispetto al 1976. Il ridotto sviluppo del commercio mondiale è da ricondurre anche alla scarsa espansione delle economie dei paesi socialisti e a fenomeni di neo-protezionismo strisciante che a loro volta trovano radice nel basso tasso di crescita. Lo stato di grave disoccupazione della mano d'opera assegna costi economici e sociali, ritenuti insopportabili, all'adattamento delle strutture produttive, che però sarebbe richiesto sia dall'instaurarsi di nuovi rapporti di prezzo tra prodotti industriali e prodotti primari, sia dall'affermarsi di nuovi centri di produzione industriale.

Nelle sedi internazionali, l'intento di ridare slancio all'economia mondiale è stato perseguito dapprima investendo gli Stati Uniti, la Germania federale e il Giappone del ruolo di « locomotive » della espansione; per gli ultimi due paesi ciò implicava la realizzazione di tassi di sviluppo superiori a quelli che i responsabili della loro politica economica sono stati in grado di conseguire o hanno trovato in sé la disposizione a perseguire. In una seconda fase, sul finire dell'anno, una meno netta contrapposizione di ruoli è stata ricercata con la proposta di un'azione « concertata » di sostegno alla domanda, con partecipazione graduata ma diffusa.

L'esigenza di un miglior coordinamento tra le maggiori economie va oltre gli aspetti congiunturali. Pur collocandosi su una tendenza

decescente, l'avanzo di parte corrente dell'OPEC, al di là delle oscillazioni che subisce in relazione a quelle dell'attività economica dei paesi industriali, resta dato di fondo. Entro la cornice, comune alle economie industriali, di peggiorate ragioni di scambio e di difficoltà nella riallocazione delle risorse, rimane irrisolto il problema della definizione, da parte dei maggiori paesi, di linee di politica economica atte a realizzare, all'interno dell'area OCSE, una distribuzione del disavanzo corrente che solleciti il miglior utilizzo delle risorse e favorisca il processo di accumulazione.

La caduta degli investimenti nel 1974-75 ha riflesso l'ampiezza della recessione: politiche monetarie stabilizzatrici e un'accentuata propensione delle famiglie alla liquidità hanno accresciuto i rischi finanziari delle imprese e contribuito a far cadere l'utilizzazione della capacità produttiva. Successivamente la ripresa dell'accumulazione è stata rallentata dal persistere di mediocri attese di profitto e da una diffusa incertezza sulla stabilità della domanda, in termini di volume e di composizione, e sui prezzi relativi dei prodotti e dei fattori. Minore è stata l'influenza della struttura delle passività finanziarie: dopo il 1975, in diversi paesi le imprese hanno potuto realizzare condizioni più vicine a quelle di equilibrio; l'Italia costituisce, anche sotto questo aspetto, un'eccezione.

L'azione necessaria per uscire da questo stato e ridare slancio all'investimento privato sembra doversi collocare su più piani. Si tratta di imprimere una dinamica più sostenuta e regolare alla domanda globale; di ridurre l'incertezza sugli andamenti del costo del lavoro, con interventi moderatori di politica dei redditi; di definire alcune grandi linee della composizione della domanda agendo sulla struttura della spesa pubblica; di preordinare al rilancio degli investimenti la politica fiscale, nella definizione della pressione tributaria sui profitti lordi in termini reali.

Dalla difformità finora prevalsa nei criteri di gestione della domanda interna sono derivati squilibri la cui maggiore espressione nello scorso anno è stato il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, stimato in 20 miliardi di dollari, e superiore a quello complessivamente accumulato nel quinquennio 1970-74. All'impatto dello sfasamento ciclico rispetto alle altre maggiori economie si è sommato l'effetto di fattori strutturali: in primo luogo l'espansione del disavanzo energetico, che si riflette nell'accrescimento delle impor,

tazioni americane di petrolio da 3 miliardi di dollari nel 1971 a 41 nel 1977.

In questo scenario si sono sviluppate forti pressioni sul dollaro, amplificate da flussi di capitali che hanno assunto dimensioni assai elevate soprattutto nell'ultimo trimestre del 1977 e nel primo dell'anno corrente. Della debolezza del dollaro è dato cogliere ripercussioni di vario senso sugli interventi regolatori del mercato dei cambi, sul costo degli approvvigionamenti di petrolio, sui mercati internazionali del credito.

Sul mercato dei cambi, la caduta è stata frenata da una massiccia azione di sostegno, svolta dalle banche centrali dei paesi in avanzo — segnatamente dalla Banca d'Inghilterra, che ha finanziato circa metà del deficit ufficiale degli Stati Uniti — e solo nei primi mesi del 1978 anche dalle autorità americane.

L'apprezzamento di alcune valute tra cui lo yen, il franco svizzero e il marco, derivato anche da afflussi di capitali, è andato molto oltre la misura corrispondente al minor tasso di inflazione delle rispettive economie e ne ha quindi ridotto la competitività, sviluppando pressioni recessive e smorzando gli impulsi alla loro ripresa endogena.

La caduta della moneta americana non ha provocato paralleli aumenti nel prezzo in dollari del greggio: per l'effetto congiunto della stasi dell'economia mondiale e dello sfruttamento di nuovi giacimenti si è verificata infatti una temporanea eccedenza dell'offerta.

Attraverso l'eccezionale espansione dei mercati finanziari internazionali, la valuta americana ha non solo conservato, ma addirittura accentuato la sua funzione nei rapporti di credito: su questi mercati i 4/5 circa dei contratti bancari attualmente in essere e i 3/5 dei titoli emessi negli ultimi quattro anni sono stilati in dollari. La caduta del dollaro ha dato luogo a un rilevante effetto di redistribuzione della ricchezza a livello mondiale. Il valore reale dell'indebitamento delle aree deficitarie è diminuito; il problema dell'indebitamento internazionale nel corso del 1977 è stato quindi in qualche misura alleviato, anche perché, con un ridotto saldo attivo OPEC, il forte disavanzo degli Stati Uniti ha consentito una diminuzione di quelli delle altre aree e segnatamente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

La precarietà degli equilibri raggiunti nell'anno decorso è peraltro insita nel fatto che la contrazione dell'onere petrolifero e la caduta del dollaro sono collegate all'insoddisfacente ritmo di sviluppo registrato

dall'economia mondiale. Un'ulteriore svalutazione, che fosse anticipata dagli operatori, potrebbe portare a una progressiva riduzione del ruolo della valuta americana come unità di conto internazionale; d'altra parte, l'intento di evitare perdite potrebbe indurre i detentori di attività finanziarie in dollari a una loro notevole diversificazione, di cui si è avuto recentemente qualche accenno. Rilevanti spostamenti nella distribuzione per valute dell'esistente volume di liquidità internazionale creerebbero una grave e forse non dominabile instabilità nei mercati. L'espansione dell'intermediazione bancaria internazionale è venuta attivando, per importi elevatissimi, meccanismi finanziari ad alta elasticità rispetto ai rendimenti attesi, non sottoposti a controlli quantitativi e qualitativi unificati e mancanti di un ben individuato e responsabile prestatore di ultima istanza. Inoltre, all'interno di questo sistema internazionale di intermediazione bancaria si è venuta operando una sostanziale trasformazione di scadenze intesa a servire ad un tempo la spiccata preferenza per la liquidità dei depositanti e l'oggettiva esigenza di finanziamento a lungo termine di molte aree.

L'argomento secondo cui la crescita della liquidità ufficiale avrebbe dato alimento all'inflazione mondiale non appare giustificato. I cambi flessibili hanno restituito ai processi di espansione monetaria e di inflazione caratteristiche nazionali, tanto che proprio i paesi industriali in avanzo hanno mostrato la maggiore decelerazione di prezzi e costi. Inoltre il balzo dei prezzi del petrolio ha spinto le autorità monetarie di molti paesi a neutralizzare le ripercussioni deflazionistiche degli insorgenti disavanzi ricorrendo all'indebitamento ufficiale. Alla regolazione dei saldi passivi mediante impiego di riserve si è in notevole misura sostituito il loro finanziamento con accensione di debiti.

In assenza di politiche concordate sul riciclaggio di fondi, l'indebitamento bancario sul mercato internazionale ha svolto un ruolo anti-deflazionistico piuttosto che inflazionistico. Anche i timori che il credito privato, in quanto non condizionale, avrebbe ritardato il processo di aggiustamento interno nei paesi in deficit, si sono dimostrati eccessivi: le banche hanno evitato di concedere finanziamenti a quei paesi che mostravano insoddisfacenti segni di ristabilimento dell'equilibrio interno ed esterno.

Queste positive valutazioni non intendono sminuire il problema della intermediazione dei fondi e l'altro della creazione e utilizzo della liquidità internazionale. Lo scorso anno venne sottolineata in questa sede la necessità di ampliare il ruolo della componente ufficiale nei flussi

internazionali di credito, e di contenere il processo di trasformazione delle scadenze. Si avverte l'esigenza di accordi che definiscano un corretto rapporto tra meccanismi di finanziamento e obiettivi e metodi di aggiustamento interno. Entro questo contesto si dovrebbe collocare un programma di azione negoziata riguardante la distribuzione e l'utilizzazione della liquidità internazionale, che valesse a regolare il volume e le forme del reinvestimento delle riserve ufficiali nei mercati privati bancari in presenza di quella fonte di liquidità « ad alto potenziale » che continua ad essere costituita dal disavanzo ufficiale degli Stati Uniti.

Le esperienze recenti sembrano dimostrare che le variazioni nei tassi di cambio non sono in grado di risolvere simultaneamente i problemi di liquidità e di aggiustamento strutturale, come era stato asserito dai fautori dei cambi liberi. Tali esperienze appaiono invece confermare le tesi di chi sostiene che, se la flessibilità dei cambi può contribuire al processo di aggiustamento, non è tuttavia in grado di indurre flussi di capitali a carattere stabilizzante, atti ad eliminare il bisogno di liquidità ufficiale. In queste circostanze si comprendono gli sforzi intesi a ricercare le condizioni per poter muovere verso schemi di flessibilità limitata, accompagnati da modifiche ai meccanismi di creazione e distribuzione della liquidità internazionale. La rilevanza immediata di questi problemi ne ha sollecitato l'approfondimento sia sul piano mondiale, presso il Fondo monetario internazionale, sia su quello europeo, in sede comunitaria.

Un rafforzamento degli schemi di liquidità e di finanziamento all'interno della Comunità ha già avuto luogo. Sono ora in esame proposte volte ad attuare un ulteriore incremento delle disponibilità connesse ai meccanismi finanziari, sia a breve sia a medio-lungo termine, inerenti ad accordi evolutivi sul coordinamento economico e monetario e sui rapporti di cambio, all'interno della Comunità e nei confronti delle altre principali valute. Dalle recenti esperienze e dalle riflessioni su queste emerge chiaramente che una opzione europea richiede che ogni singolo paese si imponga, in materia di dinamica salariale, politiche di bilancio e monetaria, linee di condotta compatibili con la stabilizzazione graduale dei rapporti di cambio. La politica di integrazione europea comporta dunque scelte, responsabilità e prospettive che coinvolgono direttamente non solo le autorità monetarie, ma più in generale tutte le parti sociali al fine di permettere l'identificazione e il mantenimento nel tempo di un quadro globale di compatibilità. Occorre che i nuovi suggerimenti di meccanismi atti a favorire la convergenza dei cambi a

livello europeo e mondiale tengano conto delle sottostanti realtà economiche, come ammonisce la sorte avversa toccata ad iniziative poste in essere in tempi non lontani.

Nell'anno che segnerà l'elezione del Parlamento europeo a suffragio diretto, il processo di integrazione monetaria dovrebbe incamminarsi per la strada delle realizzazioni concrete: si creerebbero così le basi per un sistema policentrico, che appare maggiormente consona agli sviluppi dei rapporti finanziari internazionali, in cui l'attitudine di singoli paesi a svolgere una funzione guida si è rivelata transitoria o inadeguata.

Il cambio.

Nel nostro paese, dopo i gravi sconvolgimenti valutari che si erano manifestati nel 1976, lo scorso anno si apriva in una prospettiva di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. L'attesa di un più ordinato corso del cambio si fondava anche sugli effetti di contenimento della domanda e del credito derivanti dalle misure poste in atto negli ultimi mesi del 1976.

Residuavano talune incertezze, riguardanti gli andamenti di mercato che avrebbero accompagnato la graduale rimozione, lungo i primi mesi dell'anno, delle misure di emergenza che avevano temporaneamente accresciuto in vario modo il costo delle divise.

Le esperienze del periodo immediatamente precedente avevano confermato che, nelle condizioni dell'Italia, le variazioni del cambio esplicano un'efficacia equilibrativa limitata nella misura e nel tempo; dopo un modesto vantaggio iniziale, il rapido aggiustamento dei prezzi interni al cambio tende a determinare una rincorsa su elevati tassi di inflazione.

In presenza di questa stretta connessione tra prezzi e cambi, la sostanziale stabilità del valore esterno della lira, conseguita lo scorso anno, ha svolto una parte importante nel controllo dell'inflazione. L'uso degli strumenti diretti di governo monetario e il mantenimento di una struttura relativamente elevata di tassi di interesse hanno contribuito a incrementare l'offerta di valuta proveniente dall'indebitamento estero.

Di nuovo, il rafforzamento delle riserve valutarie ha concorso a suscitare e conservare favorevoli aspettative di evoluzione del cambio. In questa stessa direzione operava, del resto, la linea di sostanziale stabilità del valore esterno della lira implicita nel quadro macroeconomico

concordato, nella primavera, con il Fondo monetario internazionale e con la Comunità economica europea, nell'ambito delle trattative che hanno condotto alla concessione di nuovi prestiti.

In principio d'anno, l'uscita dal regime delle difese valutarie di emergenza era ancora contrassegnata da qualche tensione: in febbraio e marzo gli interventi in vendita ammontavano a 550 milioni di dollari in buona parte compensati peraltro da un importante investimento estero in Italia. La domanda netta di valuta veniva soddisfatta senza incidenze di rilievo sul cambio. Il bimestre aprile-maggio registrava i primi, importanti afflussi di divise, provenienti dalla maggiore raccolta netta del sistema bancario. In giugno, il miglioramento della situazione valutaria, l'approssimarsi del periodo stagionalmente favorevole e considerazioni concernenti l'elevato livello di indebitamento verso l'estero raggiunto dalle aziende di credito consigliavano di attenuare gli obblighi di finanziamento in valuta imposti agli esportatori.

Da allora fino a novembre, la cospicua acquisizione di valuta alle riserve ufficiali, ad un cambio sostanzialmente stabile, veniva alimentata dalla formazione di avanzi della bilancia corrente. La buona tenuta della lira era confermata dalla pratica scomparsa del mercato parallelo e dalla riduzione dello sconto sul termine. In questa situazione, altri controlli valutari, riguardanti il turismo e la circolazione all'estero delle banconote italiane, venivano attenuati.

In dicembre, pur persistendo l'avanzo corrente, l'insorgere di incertezze sulla situazione politica e sociale determinava qualche segno di pesantezza che, nonostante il controllo esercitato sul mercato, si rifletteva sul cambio. Così, mentre il tasso ponderato di deprezzamento rispetto al febbraio 1973 era passato da 37 a 38,4 nei primi undici mesi, nel solo dicembre esso peggiorava di un altro punto e mezzo. Contribuiva a questo andamento l'aggravarsi degli squilibri tra la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le bilance dei paesi forti, che provocava il rapido apprezzamento delle valute di questi ultimi.

Lungo tutto l'arco dei dodici mesi la lira rimaneva praticamente stabile nei confronti del dollaro. La perdita di valore del cambio ponderato con le importazioni risultava inferiore a quella ottenuta con i pesi delle esportazioni a causa della maggiore importanza del dollaro nelle prime. Ne derivava un sollievo alla competitività dei settori esportatori, che in termini di inflazione interna aveva un costo modesto.

Alla fine del 1976 le riserve in valuta prontamente spendibili erano di 2,8 miliardi di dollari, con un debito bancario netto sull'estero che le

superava di 200 milioni; un anno dopo esse si misuravano in 7,9 miliardi, con eccedenza di 1,2 rispetto all'indebitamento netto bancario. Alla stessa data il valore di bilancio dell'oro ammontava a 11,3 miliardi di dollari.

Alla base di questi risultati stanno le partite correnti, attive nell'anno per 2,3 miliardi di dollari e, in parte ancora maggiore, i movimenti di capitali a breve intermediati dal sistema bancario, sollecitati sia dal differenziale fra tassi interni ed esteri sia dai limiti posti allo sviluppo degli impieghi in lire, che hanno spostato parte della domanda della clientela sui crediti in valuta.

Questa domanda si è rivolta al mercato internazionale, nel quale l'ampio disavanzo degli Stati Uniti ha dato luogo a una larga formazione di liquidità in cerca di impiego e al tempo stesso ad una debolezza del dollaro, che sollecitava la disposizione a indebitarsi a breve in quella valuta, al punto che i nostri importatori, nell'assumere questi finanziamenti, hanno in gran parte ritenuto di poter rinunciare alla copertura a termine.

In presenza di un moto inflazionistico pur sempre troppo veloce, la sola alternativa che avrebbe potuto ragionevolmente proporsi alla politica di stabilizzazione del cambio seguita lo scorso anno era quella di un minor volume di interventi in acquisto che avesse consentito l'apprezzamento della lira, privilegiando tra i vari obiettivi contenimento dell'inflazione. La linea scelta, pur non trascurando questo obiettivo, ne ha contemperato la realizzazione con quella di altri due ritenuti essenziali.

Il primo era rappresentato da un incremento delle riserve che ne adeguasse il livello all'ampiezza dei nostri scambi con l'estero, ormai prossimi ai 100 miliardi di dollari annui, alle necessità connesse con le vicine e importanti scadenze di debiti esteri, all'esigenza di fronteggiare i grossi, subitanei spostamenti di capitali provocati da imprevedibili fattori anche di natura non economica. Le dimensioni del mercato internazionale sono talmente elevate che è sufficiente un movimento relativamente modesto, accentrato su uno o pochi paesi, specie a moneta debole, per creare sconvolgimenti controllabili solo con l'impiego di ingenti disponibilità valutarie.

Il secondo obiettivo era il mantenimento della competitività di una economia che esporta circa la metà del suo prodotto industriale. Una politica di interventi che avesse legato strettamente la lira alle monete

di paesi con tassi di inflazione molto più bassi del nostro non avrebbe avuto probabilità alcuna di sviluppare da sola un effetto moderatore dei prezzi tale da convalidare *ex post* il corso assegnato al cambio. La linea meno ambiziosa che è stata seguita ha mantenuto gli andamenti della lira in prossimità di quelli delle due altre grandi monete europee che si sono anch'esse dissociate dal cosiddetto « serpente », ossia fondamentalmente dal marco tedesco.

Nei primi quattro mesi dell'anno in corso, gli interventi in acquisto, pari a 1.300 milioni di dollari, hanno continuato a prevalere largamente su quelli in vendita. L'indebitamento netto bancario è sceso nello stesso periodo da 6,6 a 6,4 miliardi. Le riserve liquide in valuta sono diminuite da 7,9 a 7,4 miliardi per effetto del rimborso di debiti esteri. Alla fine di aprile, le attività ufficiali sull'estero in oro e valute erano pari a 20,7 miliardi di dollari ed eccedevano di 2,6 miliardi le passività (ufficiali, debiti netti delle banche, prestiti compensativi) dopo un periodo di prevalenza di queste ultime durato dal giugno 1975 al novembre 1977.

Gli ingenti rimborsi di debiti non sono, come si è asserito da qualche parte, l'espressione di una politica scarsamente sensibile all'esigenza di addurre mezzi esteri al finanziamento delle attività produttive. Il ricorso al debito estero è stato lasciato in questa fase alla non contrastata iniziativa dei residenti, salvo controllo della rispondenza delle condizioni di assunzione a quelle di mercato: in questo modo, negli ultimi otto mesi sono stati accessi nuovi prestiti per un totale di circa 700 milioni di dollari. Se l'Italia, nella riconquistata buona situazione valutaria, avesse chiesto di rinviare le scadenze, avrebbe recato pregiudizio alla sua possibilità di fare ulteriore ricorso ai canali ufficiali e privati di finanziamento estero, a breve e a lungo termine, e di conservare i fondi già affluiti.

Le prospettive della gestione valutaria per l'anno in corso poggiano essenzialmente su un elemento certo e uno stimabile. Il primo attiene alla concentrazione nell'anno di scadenze per 4 miliardi di dollari, dei quali 3,5 (per oltre un terzo già ripagati in marzo) sono dovuti a banche centrali o a istituzioni internazionali. Il secondo risiede nell'avanzo di parte corrente, che i programmi economici dell'annata collocano ad almeno 2-2,5 miliardi di dollari e che il buon andamento del primo quadrimestre, insieme con la favorevole stagionalità degli imminenti mesi estivi, fa ritenere con ogni probabilità acquisibile. E' possibile tuttavia che l'andamento del nostro tasso di inflazione relativa

e la ripresa produttiva in atto disegnino nel procedere dell'anno un profilo meno favorevole della bilancia dei pagamenti.

Il finanziamento dell'eccesso dei rimborsi di prestiti sull'avanzo corrente potrà avvenire con le riserve possedute o nuovamente con il ricorso all'indebitamento nelle due forme a breve di crediti bancari e commerciali e in quella dei prestiti a media e a lunga scadenza.

Il gettito delle due fonti di credito a breve obbedisce a condizioni molteplici e mutevoli solo in parte controllabili dall'interno. In particolare, le variazioni dell'indebitamento bancario possono sotto alcune condizioni tramutarsi in elemento di instabilità del mercato dei cambi e del livello delle riserve: già durante i mesi passati, le dimensioni e il segno dei nostri interventi hanno ampiamente risentito dei movimenti di fondi sollecitati dal frequente mutare delle attese relative al dollaro e da eventi politici interni ed internazionali.

Nel settore dei prestiti a medio e a lungo termine, i mercati esteri sembrano orientati, anche se con qualche cautela, a rifinanziare il nostro paese. Il loro atteggiamento è tuttavia influenzato dai giudizi espressi dalle istituzioni internazionali alle quali l'Italia abbia richiesto o sia per richiedere prestiti. Non esiste quindi, se non in astratto, una distinzione fra operazioni di credito condizionale e incondizionale. Anche da questa connessione deriva la necessità di comportamenti che mantengano aperto il ricorso al Fondo monetario e alla Comunità.

L'esigenza di seguire una linea di politica economica rispettosa del vincolo della bilancia dei pagamenti si pone con maggior durezza in condizioni nelle quali la correzione di squilibri esterni, attraverso la manovra del cambio, non potrebbe essere ricercata senza imprimere nuovi impulsi all'inflazione, che destinerebbero quella manovra all'insuccesso e, anzi, a produrre effetti perversi.

La congiuntura.

Il profilo della congiuntura produttiva e dei prezzi nel corso del 1977 è stato modellato dalle misure fiscali, tariffarie e creditizie adottate dall'autunno del 1976 per riacquistare il controllo di una situazione resa grave dall'entità degli squilibri interni ed esterni che si erano venuti accumulando e ancor più dal rischio di un loro nuovo avvitamento.

Arrestata la caduta del cambio, il tasso di inflazione decelerava. Dato il rilevante peso che hanno le importazioni di prodotti energetici

e di materie prime, le cui quotazioni si stabilizzavano sui mercati internazionali, l'effetto calmieratore era evidente soprattutto nei prezzi all'ingrosso: il loro incremento, pari al 31,5 per cento tra il dicembre 1975 e il dicembre 1976, è disceso al 9,5 nei dodici mesi successivi. Minore, ma sempre rilevante, era il contenimento dei prezzi al consumo, il cui aumento passava dal 22 per cento nel corso del 1976 al 14 nel 1977, nonostante i rincari di tariffe e prezzi amministrati.

Le misure fiscali e tariffarie previste dal programma di stabilizzazione, che implicavano un prelievo netto aggiuntivo su base annua di 5 mila miliardi, hanno inciso sul reddito disponibile delle famiglie e hanno fatto rallentare, fin dal primo trimestre dell'anno, lo sviluppo dei consumi. La domanda interna dapprima perdeva lo slancio manifestato negli ultimi mesi del 1976; si indeboliva, poi, rapidamente per l'inversione di tendenza nel ciclo delle scorte. I produttori cercavano nelle esportazioni un compenso al minore assorbimento interno, ma sebbene riuscissero ad accrescere le quote di mercato, conseguivano risultati inferiori alle attese perché l'espansione della domanda mondiale restava al di sotto delle previsioni. Con l'abbassarsi del grado di utilizzazione delle capacità produttive, con l'aggravarsi delle difficoltà finanziarie e date le decrescenti possibilità di autofinanziamento, gli investimenti subivano un brusco arresto. La produzione industriale, già in diminuzione nel febbraio, presentava nei mesi successivi continui cedimenti fino a discendere nel giugno a un livello inferiore del 12 per cento a quello di gennaio. Nell'autunno le tendenze recessive si attenuavano sino a spegnersi sul finire dell'anno; il tasso della disoccupazione salì al 7,4 per cento.

Dato l'opposto profilo assunto nel corso dei due ultimi anni, l'attività industriale ha mantenuto ancora, nella media dell'anno, un lieve aumento; ma il suo effetto sul reddito è stato pressoché annullato da una nuova annata sfavorevole nel settore agricolo, cosí che l'aumento dell'1,7 per cento registrato dal prodotto nazionale lordo è dovuto essenzialmente al settore terziario.

Il programma di stabilizzazione si proponeva, oltre ai suoi fini immediati, di avviare una politica che ridesse spazio per un maggiore sviluppo della nostra economia, ostacolato dal peggioramento delle ragioni di scambio seguito alla crisi petrolifera.

Se si valutano sotto questo aspetto i risultati dello scorso anno, il giudizio che se ne trae è di preoccupata insoddisfazione. Infatti, non si è riusciti, né si è sulla via di riuscire, ad attuare quella sostituzione

di investimenti a consumi nella composizione della domanda interna, che è condizione necessaria per dare avvio al circolo virtuoso che accresca la produttività, migliori stabilmente le correnti di scambio con l'estero, consenta una più ampia e regolare espansione della domanda interna.

Vero è che nel breve periodo la politica disinflazionistica non poteva non esercitare un effetto negativo sugli investimenti privati e che le esportazioni non hanno fornito nella misura sperata il loro apporto alla utilizzazione degli impianti. Ma è vero anche che sono mancati sia l'incremento delle opere pubbliche sia la realizzazione di quei provvedimenti che avrebbero potuto incidere positivamente sulla propensione all'investimento delle imprese e delle famiglie. Le società a partecipazione statale hanno ancora diminuito i loro investimenti nel settore manifatturiero e li hanno mantenuti invariati in quello terziario. È continuata la flessione, in atto dal 1974, nella costruzione di abitazioni. Solo nel comparto elettrico gli investimenti hanno avuto un considerevole aumento. Nel complesso, il rapporto fra investimenti fissi lordi e prodotto lordo interno è ulteriormente disceso al 17,0 per cento, rispetto al 21,3 del 1970.

Lo stesso rovesciamento di segno avvenuto nei saldi dei nostri conti con l'estero appare in larga parte legato a elementi di natura congiunturale. Il saldo relativo alle merci si è avvantaggiato, per circa un quarto del suo miglioramento, di un guadagno del 2 per cento nelle ragioni di scambio, dopo la caduta di 25 punti percentuali avutasi dalla fine del 1972 alla metà del 1974; inoltre, sul contenimento delle importazioni ha avuto un peso rilevante la forte riduzione nell'accumulazione delle scorte.

Anche il successo nella lotta contro l'inflazione, pur ragguardevole, non sembra essere andato oltre gli effetti derivanti da un concorso di fattori ciclici od occasionali, quali la debolezza della domanda interna, l'assenza di importanti rinnovi contrattuali, l'arresto dell'operare delle cause esterne. Ne dà conferma l'assestamento che il perdurante rialzo dei prezzi al consumo ha mostrato negli ultimi mesi su tassi assai inferiori a quelli di dodici mesi prima, ma ancora nettamente « fuori campo » nel confronto con i principali paesi concorrenti. Le previsioni sono concordi nell'indicare una crescita dei prezzi al consumo dell'ordine del 13 per cento nel corso del 1978, di poco inferiore cioè al tasso dell'anno scorso, pur scontando l'assenza di nuove spinte esogene dal lato dei prezzi internazionali. Per il resto della Comunità le previsioni sono di

un aumento medio del 6,8 per cento con un massimo del 10 per il Regno Unito e l'Irlanda.

Lo spegnersi del movimento discendente dei prezzi intorno ad un livello d'inflazione a due cifre sollecita nuovamente la riflessione sui fattori di inerzia che mantengono la tendenza ascendente in un momento nel quale le sue cause originarie sono sopite.

Gli aumenti contrattuali concentrati delle paghe e, piti generalmente, gli impulsi alla redistribuzione interna e internazionale del reddito e della ricchezza sono seguiti da aumenti dell'indice generale dei prezzi, la cui dimensione e durata sono direttamente proporzionali ai due parametri dell'indicizzazione: la percentuale di ricupero e la frequenza degli scatti. Nel sistema vigente, l'adeguamento dei salari ai prezzi è di circa l'85 per cento e, in assenza di miglioramenti contrattuali, per altro verso nella presente congiuntura difficilmente compatibili con l'equilibrio monetario, tende nel tempo ad avvicinarsi al 100 per cento; esso si compie tutto entro un trimestre.

Elaborazioni statistiche mostrano che un impulso inflazionistico autonomo viene prolungato dai fattori inerziali insiti nella scala mobile, fino a far salire l'indice dei prezzi in due anni di una misura che è superiore di circa un terzo a quella che si avrebbe qualora l'adeguamento fosse annuale. Questo calcolo, che presumibilmente sottostima il rallentamento dell'inflazione a causa degli effetti indotti di riduzione dei tassi d'interesse, presuppone che il trasferimento dell'aumento dei costi sui prezzi sia lento e parziale come è stato in questi anni; ma nuove spinte esogene dei costi difficilmente troverebbero una immutata capacità di assorbimento nei profitti, e quando venissero respinte sui prezzi con velocità e intensità pari a quelle della scala mobile, allora l'iniziale impulso continuerebbe a rimbalzare fino a determinare in due anni un'inflazione indotta pressoché doppia di quella che si realizzerebbe con adeguamenti annuali. Se la concorrenza interna o internazionale impedisse un siffatto trasferimento, tanto più duro sarebbe l'impatto sulla capacità di sopravvivenza delle imprese e sull'occupazione.

Quando poi, come avviene da noi, l'adeguamento delle retribuzioni al costo della vita è impostato sull'assegnazione di un valore unico per tutti al punto di contingenza, una componente importante del processo di livellamento dei redditi resta affidata non a valutazioni ragionate svolte nelle sedi di formazione della volontà collettiva, bensì alla velocità del moto inflazionistico, che quei meccanismi di per sé intrattengono,

ma che può essere sollecitato anche da fattori occasionali, quali un cattivo raccolto, un peggioramento delle ragioni di scambio, una caduta del cambio dovuta al gioco avverso delle aspettative.

Se, tuttavia, valutazioni di vario ordine, alle quali ogni nostro sforzo analitico non perviene ad assegnare giustificazione alcuna sul terreno della difesa dei lavoratori, e che quindi da parte nostra non possono ricevere alcun principio di consenso intellettuale, dovessero indurre a mantenere l'attuale sistema di indicizzazione delle retribuzioni, occorrerà almeno operare in modo da evitare, per quanto sta in noi, ogni impulso autonomo ai prezzi. Non è stato coerente con questa esigenza il fatto che nel 1977, mentre il prodotto lordo per occupato è aumentato dell' 1,3 per cento, le retribuzioni lorde pro capite sono cresciute del 25 per cento con un miglioramento, in termini di guadagni reali, del 6 per cento. Nello stesso anno, limitando il confronto all'ambito della Comunità, nella Germania federale le retribuzioni sono aumentate del 6,9 per cento a prezzi correnti e del 2,9 a prezzi costanti; nel Regno Unito esse sono aumentate del 10,1 per cento in termini nominali e diminuite del 3,7 per cento in termini reali.

Il vicino rinnovo di importanti contratti ripropone il problema se le variazioni salariali possano essere determinate indipendentemente dalla stabilità dei prezzi, dalla crescita degli investimenti e dalla possibilità di ampliare le occasioni di lavoro.

Nella più recente esperienza italiana la redistribuzione del reddito è stata troppo rapida perché l'attività di produzione e di investimento continuasse ad essere proficua, per di più in presenza di un grave peggioramento delle ragioni di scambio, che ha pesato prevalentemente sulle imprese.

Ne è conseguita l'estromissione dall'attività di lavoro o dal mercato ufficiale del lavoro di quote crescenti della popolazione, che ha assunto forme svariate. I settori industriali dove proporzionalmente più elevato è il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, salito all'equivalente dell'attività di 200 mila persone a tempo pieno, e dove più diffuso è il lavoro grigio coincidono con quelli dove più accentuata è stata la dinamica salariale indotta dalla politica di perequazione nella sua duplice modalità della corresponsione di somme uguali per tutti a titolo sia di contingenza sia di miglioramento retributivo. Invero, alla troppo rapida crescita del costo del lavoro seguono effetti che vanificano o stravolgono gli intenti egualitari: il sistema diviene incapace di creare

sufficienti occasioni di lavoro per i giovani e tende a sfuggire alle rigidità imposte dalle pattuizioni fra le parti sociali, imboccando la via dello smembramento dei cicli produttivi, del sottosalario e dell'evasione dai tributi e dagli obblighi corrispondenti alle civili esigenze di tutela sociale dei lavoratori, con ritorno a processi che richiamano modelli di organizzazione premoderni.

Lungi dal configurarsi come variabile indipendente, la retribuzione media delle forze di lavoro viene in ultima istanza determinata da questo insieme articolato di risposte del sistema produttivo.

Solo a costo di sacrifici severi il contenimento della domanda aggregata o quello dell'offerta di moneta possono rallentare la crescita dei prezzi, quando non soccorrano interventi che governino il costo unitario del lavoro in una delle possibili forme: politiche dei redditi in senso stretto, « patto sociale », accordi sulla produttività e sulla mobilità.

Non sarà possibile proseguire nel già lento cammino verso una maggiore stabilità dei prezzi, se i contratti di lavoro che verranno stipulati nel 1978 e nel 1979 avranno contenuti economici e normativi tali da determinare nuovi aumenti dei salari reali o da sollecitare attraverso il trasferimento di oneri alla collettività una espansione del disavanzo pubblico corrente. Inoltre, modifiche della struttura del salario e degli istituti che ne determinano variazioni automatiche dovrebbero accrescere, a livello nazionale, di settore e di azienda, il legame tra la retribuzione e il valore economico e professionale della prestazione, invertendo le tendenze in senso opposto affermatesi negli ultimi anni e che ancora potrebbero prevalere ove non si riflettesse abbastanza sulla gravità del dissesto che ne segue.

Sia il costo medio del lavoro sia il ventaglio dei suoi livelli tra lavoratori, imprese e settori di attività possono essere modificati; ma i tempi e la misura delle variazioni sono limitati dalla composizione delle forze di lavoro, dalla loro distribuzione geografica, dalla quantità e qualità dell'attrezzatura industriale, dalle istituzioni, dallo stesso sistema di valori culturali e professionali degli uomini. Nessuna di queste condizioni è immutabile, ma nessuna può essere modificata rapidamente e senza costi: e quando, sia pure per il fine di una maggiore uguaglianza o di un più rapido miglioramento del tenore di vita, lo spazio di movimento offerto da esse venga travalicato, l'inflazione e la disoccupazione si manifestano come i momenti patologici di un non risolto conflitto distributivo.

Ai meccanismi retributivi si aggiungono nella realtà italiana, quali fattori di instabilità monetaria, i trasferimenti sociali i quali hanno costituito la causa maggiore dell'aumento della spesa Torrente del settore pubblico, che è giunta a rappresentare nel 1977 il 43,4 per cento del prodotto lordo interno a fronte del 37,7 nel 1973. Poiché l'incremento delle entrate, nonostante l'incalzare di provvedimenti fiscali, è stato più contenuto, il disavanzo corrente si è accresciuto, salendo dal 3,8 al 4,9 per cento del prodotto lordo interno.

Elementi normativi, discendenti dalla legislazione in atto sull'accesso alle prestazioni e sull'agganciamento dei trattamenti alla dinamica dei prezzi e dei salari, e fattori demografici determineranno, negli anni futuri, un'ulteriore dilatazione della spesa per pensioni. La quota del prodotto interno lordo destinata a tale finalità dovrebbe accrescersi dall' 11 per cento del 1977 al 13-14 nel 1979 per arrivare al 18-20 per cento nel 1990; essendo sino ai primi anni ottanta l'elasticità ai prezzi delle pensioni superiore all'unità, l'accrescimento sarà tanto più rapido quanto elevata in questo periodo sarà l'inflazione. L'aggravio dell'onere tende a concentrarsi tra il 1978 e l'inizio degli anni ottanta in conseguenza del previsto incremento nel valore del punto di contingenza per talune gestioni e nel numero dei trattamenti, nonché delle precedenti modifiche istituzionali.

Un notevole aumento degli oneri di bilancio deriverà anche dalla spesa sanitaria, soprattutto se il progetto di riforma attualmente all'esame del Parlamento verrà approvato nella sua attuale stesura: non sembra infatti emergere da tale legge-quadro una chiara volontà di controllo della domanda di prestazioni, di qualificazione dell'offerta e di contenimento dei costi di gestione.

Alcune correzioni ai meccanismi di spesa proposte nelle ultime settimane vanno nella giusta direzione; altre ne occorrono, sia nel settore previdenziale sia in quello sanitario, che limitino i cumuli pensionistici, riducano l'indicizzazione entro il limite massimo della sostituzione del potere di acquisto, evitino gli sprechi di farmaci e l'abuso di prestazioni. Questa opera, da realizzare di pari passo con una lotta più intensa all'evasione dei tributi e dei contributi sociali, potrà condurre alla riduzione del disavanzo nel rispetto di una maggiore giustizia distributiva e consentire la graduale impostazione di una politica della spesa pubblica, meglio capace di esprimere in via diretta una domanda di beni e servizi sociali, alla quale potrebbe applicarsi con profitto l'attività di programmazione.

La carenza di attrezzature ospedaliere, assistenziali e scolastiche si cumula con i danni provocati dalla crisi alla quale innovazioni legislative non sempre appropriate e incertezze applicative stanno condannando da anni l'attività edile: il numero delle abitazioni ultimate, pari nella media degli anni sessanta a 343 mila unità, è disceso nel 1977 a 148 mila. Una parte importante della domanda, a basso contenuto di importazioni, ne risulta compressa.

Il nodo dell'inflazione.

Un sommario bilancio degli andamenti congiunturali che siamo venuti descrivendo si può aprire con la constatazione che la recessione produttiva dello scorso anno è stata meno severa di quella precedente. Tra il terzo trimestre del 1974 e lo stesso trimestre del 1975, annata lungo la quale si svolse la fase recessiva, il calo della produzione industriale fu del 13,6 per cento, quello del prodotto nazionale del 4,5. Analogo confronto, istituito per gli ultimi trimestri del 1976 e del 1977, indica una riduzione del 7,6 per cento nella produzione industriale e dell' 1,4 nel prodotto nazionale. Nelle due esperienze, l'aumento del costo unitario del lavoro nell'industria, esclusa l'edilizia, è stato, rispettivamente, del 41 e del 21,5 per cento: il secondo dato rappresenta il costo effettivo, comprensivo degli oneri sociali fiscalizzati.

Questa sempre accesa dinamica del costo del lavoro in fase recessiva offre la conferma che la lotta all'inflazione, quando sia esclusivamente incentrata sulla restrizione monetaria e fiscale, nel contesto italiano riduce fortemente anche il flusso delle risorse reali, con ciò accrescendo lo stesso potenziale di inflazione dal lato dei costi unitari. Ove non venga sollecitamente corretta, la dinamica dei costi distruggerà nuovamente, in breve volgere di tempo, gli equilibri monetari interni ed esterni ritrovati dopo le scosse del 1976.

L'azione di contenimento dei costi unitari è resa obiettivamente più difficile, anche al di fuori delle fasi recessive, dall'universale rallentamento del tasso di sviluppo intervenuto negli anni settanta. Durante il ventennio 1950 - 1969 il prodotto nazionale in volume salì nel gruppo dei paesi dell'OCSE al tasso medio del 4,7 per cento, mentre nei successivi otto anni l'aumento è stato del 3,4. Nel confronto fra i due periodi il ritmo di inflazione è passato dal 3,3 al 7,9 per cento. Purtroppo le variazioni negative da noi hanno assunto dimensioni maggiori:

la componente reale nell'espansione del reddito è caduta dal 5,7 per cento annuo nel primo periodo al 3,1 nel secondo; l'aumento dei prezzi è balzato dal 3,6 al 13,0 per cento.

Il nostro paese è dunque stretto con ben maggiore forza dal nodo dell'inflazione e ha perduto per intero, ed oltre, il vantaggio di cui godeva in precedenza in termini di sviluppo. In un contesto diverso dall'attuale si è potuto sostenere che l'inflazione comunicasse allo sviluppo impulsi favorevoli, argomentandosi che il degrado della moneta determinerebbe una redistribuzione di reddito dal salario al profitto ed una di ricchezza dal creditore al debitore — processi i quali entrambi stimolerebbero l'investimento — e porrebbe in essere uno strumento di imposizione fiscale atto a consentire il finanziamento di spese e in particolare di investimenti pubblici non altrimenti possibili per governi i quali non dispongano di un sistema fiscale efficiente.

Il primo tipo di redistribuzione poteva avvenire in un ambiente economico caratterizzato da contrattazione salariale scarsamente organizzata e prona ad illusione monetaria. Ma nella nostra situazione contraddistinta da meccanismi di indicizzazione con grado di copertura e frequenza di aggiustamento tra i più elevati nel mondo, l'ipotesi di illusione monetaria è assolutamente implausibile: in presenza di inflazione avviene anzi che si abbia tendenza a sovranticiparne la portata, fino a determinare aggiustamenti più che proporzionali in sede di rinnovo dei contratti.

Quanto al secondo tipo, è vero che gli aumenti retributivi tumultuosi e incoerenti con le possibilità di espansione reale del sistema hanno generato avanzi finanziari crescenti per le famiglie e che l'investimento finanziario delle stesse ha subito falcidie profonde in termini reali a seguito dell'aumento dei prezzi, non compensato da sufficienti adeguamenti nei tassi di interesse nominali; il morso dell'inflazione è stato tale che il valore reale della ricchezza finanziaria del settore famiglie è sceso, nonostante la capitalizzazione degli interessi e i flussi di risparmio nuovo, da 98 mila miliardi alla fine del 1973 a 92 mila miliardi alla fine del 1977. Tuttavia sarebbe grave errore assumere come ripetibili le esperienze del periodo 1973-76. Dopo le fiammate inflazionistiche del periodo bellico e del primo dopoguerra si era avuta l'esperienza di oltre venti anni di relativa stabilità monetaria: rispetto ad essa il moto inflazionistico recente è giunto in qualche misura imprevisto ed ha profondamente inciso sul clima di fiducia che si era prima creato, come è dimostrato dall'inaridirsi dell'investimento libero nel mercato mobiliare

e dalla crescente preferenza per le attività liquide, i cui rendimenti vengono adeguati alle condizioni del mercato incorporando in media il tasso di inflazione.

Infine è anche vero che l'imposta sul debito pubblico e sulla base monetaria derivante dall'inflazione ha costituito nel recente passato un notevole cespite di entrate dello Stato; ma questa imposta, surrettizia e profondamente iniqua, non ha favorito il finanziamento di piani di investimento pubblico socialmente produttivi, avendo contribuito piuttosto a colmare i vuoti causati da inefficienze, sperperi e malintesi intendimenti assistenziali, nella gestione della cosa pubblica. La definizione di programmi di azione economica qualificanti e la corretta separazione delle linee di confine tra aspirazioni collettive e loro soddisfacimento nel tempo da parte del settore pubblico richiedono invece l'approntamento di strumenti fiscali che permettano il ritorno a un controllo democratico e a un diretto confronto di entrate e uscite, e quindi a una immediata verifica delle compatibilità da rispettare e dei costi e degli oneri che la collettività deve accettare in contropartita della spesa pubblica.

La disamina delle relazioni che intercorrono oggi fra inflazione e sviluppo permette di discernere il vacuo e il torbido della proposta di superare le difficoltà presenti per il tramite di processi inflazionistici. D'altra parte, non solo motivi ideali, ma la semplice constatazione della scarsità di materie prime e fonti di energia interne mostra la follia di chi spinge verso schemi che facciano ripiegare su soluzioni autarchiche e protezionistiche.

In un'economia indicizzata, altamente integrata con l'estero, in cui l'aumento dei prezzi tende ad essere sovranticipato, in cui la ricchezza finanziaria in essere si viene riducendo, le aree di assorbimento dell'inflazione si restringono fin quasi ad annullarsi, ed ogni moto di ripresa diventa labile quando sia dissociato da una strategia di riconquista della stabilità monetaria e di impulso all'accumulazione del capitale e l'arricchimento delle risorse umane.

I problemi della ristrutturazione finanziaria.

La formulazione e l'avvio di una politica di bilancio e di una politica del lavoro coerenti con il perseguimento degli obiettivi di un regolare sviluppo del reddito e dell'occupazione sono le condizioni generali

senza le quali non hanno senso nuovi schemi di intervento volti a facilitare la ricomposizione degli equilibri di singoli settori e società.

Un anno fa ci soffermammo diffusamente sui problemi finanziari delle imprese. Da allora il Governo e il Parlamento, nelle rispettive sfere, hanno compiuto passi per il superamento di alcune difficoltà, quali quelle derivanti dalla doppia imposizione dei dividendi; per altri aspetti il dibattito tarda a tradursi in norme di azione che di giorno in giorno appaiono più urgenti; esso tuttavia è servito a identificare alcuni indirizzi intorno ai quali è maggiore la convergenza di opinioni.

Tra questi vi è il riconoscimento della funzione insostituibile che spetta agli operatori non creditizi, siano essi persone fisiche o persone giuridiche, quali sottoscrittori ultimi del capitale di rischio. Ma vi è anche la definizione del ruolo che gli istituti di credito transitoriamente possono svolgere quando quell'apporto non si palesi sufficiente e presupponga un più compiuto risanamento: gli istituti dovrebbero limitare il proprio intervento alla sfera finanziaria senza addossarsi responsabilità dirette di gestione; dovrebbero assumere partecipazioni non oltre i limiti del loro patrimonio non impegnato; in una cornice di norme generali, i contenuti dell'azione di risanamento dovrebbero essere stabiliti caso per caso con piena responsabilità delle parti.

Il ricorso allo strumento fiscale è generalmente ravvisato come quello più idoneo a commisurare l'agevolazione alle operazioni che si vogliono promuovere. Alla proposta di realizzare gli interventi delle istituzioni creditizie attraverso la formazione di società consortili per azioni sono state invece rivolte critiche ispirate dalla preoccupazione, che è anche nostra, di limitare gli interventi nella dimensione e di salvaguardarne la natura privatistica. Riteniamo tuttavia che la sottoscrizione diretta renderebbe più difficile il necessario concerto tra istituti creditori, offuscherebbe la trasparenza degli interventi, farebbe venir meno ogni diaframma tra la gestione degli intermediari creditizi e quella delle imprese produttive e, non prevedendo una disciplina di carattere generale, renderebbe più probabili interferenze particolari e non coordinate nei singoli casi.

Con la promozione delle società consortili si intende offrire uno strumento, non una soluzione di generale validità; dipenderà dall'iniziativa, dalla prudenza e dalla capacità degli amministratori degli istituti di credito e delle imprese industriali avvalersene in modo efficace. Non sta alle banche risolvere i problemi industriali come non sta alla Banca d'Italia effettuare una politica industriale, ma sta alle banche essere di sti-

molo alla soluzione di quei problemi e contribuire alla definizione dei loro aspetti finanziari, come sta alla banca centrale favorire siffatte azioni, lasciando ai singoli operatori la responsabilità delle scelte, e al tempo stesso evitare che il maggiore impegno che ne deriva alle banche possa eccedere i necessari limiti di prudenza.

Nell'ultimo anno, il perdurare e l'allargarsi della crisi di alcuni settori, la mancata revisione di piani di investimento e l'assenza di interventi da tempo riconosciuti necessari, intesi a ridurre la rigidità dei carichi di mano d'opera, nonché il ritardo nella definizione di direttive per la riconversione industriale hanno condotto la crisi di qualche grande impresa o gruppo industriale oltre il punto di utile applicazione di strumenti di carattere generale.

In mancanza di norme più appropriate, la tutela dei lavoratori delle imprese in difficoltà avviene nell'unico modo consentito dall'ordinamento vigente, quello di tenerle in vita col credito anche se nei loro assetti attuali siano incapaci di reddito. Ma il deterioramento del sistema industriale ha ormai reso palese che la ricerca della socialità non può indefinitamente avvenire a spese dell'efficienza, e che l'organismo economico deve ritrovare una maggiore capacità di ricambio: lasciando all'impresa l'organizzazione economica delle risorse umane e materiali e perseguendo con altri strumenti la difesa delle fonti di reddito del lavoratore.

A questo fine sarebbe utile introdurre anche nel nostro paese istituti che consentissero per il prestatore d'opera un distacco della condizione di percettore di reddito da quella di dipendente dell'impresa; gestiti e controllati in forme appropriate, essi potrebbero assumersi in carico i lavoratori che abbiano cessato il rapporto con l'impresa di origine, curandone la riqualificazione e assicurando loro una quota anche elevata del salario fino al momento in cui venga offerto loro un nuovo impiego.

Interventi della collettività che salvaguardino la continuità dell'impresa e mirino a restituire al paese unità economiche sane si giustificano se le perdite derivano dall'aver caricato l'impresa di costi sociali per essa insostenibili o se si ritiene che la procedura fallimentare imporrebbe alla collettività, in termini di distruzione di beni materiali e immateriali, costi superiori a quelli del salvataggio. In questi casi, mentre per i lavoratori che non trovassero collocazione nell'impresa risanata dovrebbero operare i meccanismi protettivi ora accennati, sotto il profilo finanziario potranno rendersi necessari interventi straordinari che coinvolgano i rapporti di debito in essere. Se, per un interesse pubblico alla sopravvivenza di quelle

imprese, si ritenesse di addossare alla collettività una parte delle perdite che altrimenti graverebbero per intero sui creditori, gli interventi potrebbero assumere la forma di una revisione delle condizioni alle quali alcuni investimenti del recente passato sono stati finanziati: dalla ammissibilità ad alcune delle agevolazioni previste dalla legge per la riconversione industriale, alla revisione dei piani di ammortamento di mutui, alla riduzione degli interessi su crediti bancari in essere. Configurandosi come veri salvataggi industriali, questi interventi richiederebbero una valutazione ed un controllo da parte dei pubblici poteri che dovranno rigorosamente esercitarsi caso per caso.

Nel delineare possibili procedure di ristrutturazione finanziaria, l'anno scorso esprimemmo un preoccupato giudizio sulle conseguenze di eventuali consolidamenti forzosi di crediti bancari: tra esse annoverando il deterioramento dei rapporti tra banca e impresa, l'indebolimento delle banche, la riduzione del senso di responsabilità degli amministratori. L'esperienza recente dei consolidamenti di debiti di enti pubblici ci conferma in quel giudizio e nella convinzione che i danni di un'eventuale conversione di debiti privati potranno essere limitati soltanto dal rispetto, pur nella diversità delle circostanze, dei medesimi principi che allora indicammo per normali interventi di ristrutturazione finanziaria: l'effettivo risanamento economico e produttivo dell'impresa, la corretta ripartizione dei costi tra le parti coinvolte, la trasparenza delle operazioni, una chiara attribuzione di responsabilità.

L'evoluzione monetaria e creditizia.

Sul terreno proprio della politica monetaria, mentre nel 1976 la crisi valutaria si era sviluppata secondo un ritmo talmente incalzante da non consentire azioni organiche e di qualche respiro, il 1977 è stato un anno di andamento complessivamente più lineare, nel quale se non sono state restituite piena autonomia e responsabilità al mercato, il sistema dei vincoli è stato attenuato per numero e, nella seconda metà dell'anno, per onerosità, ed ha anche assunto contorni di maggiore certezza.

L'abolizione del deposito previo e dell'imposta sugli acquisti di valuta avvenne sotto la duplice difesa di più. attivi ed elastici interventi sul mercato aperto per il controllo della base monetaria, e di un massimale sugli impieghi bancari esteso al marzo 1978, che concentrava nel secondo trimestre il suo momento di maggiore severità. Già in questo

periodo, durante il quale si andavano delineando più favorevoli sviluppi valutari e si avevano i primi segni di rallentamento della produzione e dei prezzi, i nostri interventi assecondavano una flessione dei tassi d'interesse a breve termine, che ricevette una conferma ed un nuovo impulso nella prima metà di giugno con l'abbassamento di due punti del tasso ufficiale di sconto, deciso appena si ebbero le informazioni statistiche sulle nuove tendenze della produzione e dei prezzi.

Successivamente la politica monetaria poté così rivolgere le sue cure, oltre che ad un attento controllo degli sviluppi monetari e valutari immediati, anche a compiti di parziale allentamento dei vincoli e di riequilibrio dei flussi finanziari. Nello stesso mese di giugno fu effettuata la prima emissione di certificati di credito del Tesoro a 24 mesi, e il vincolo di portafoglio venne rinnovato con un'aliquota tale da assorbire, nel secondo semestre, una quota dei nuovi depositi inferiore a quella mediamente investita in titoli dal sistema bancario negli anni precedenti la sua introduzione. Soprattutto, la politica di intervento sul mercato monetario e su quello obbligazionario fu condotta in modo da accelerare il ritorno a una struttura dei rendimenti crescente in funzione della scadenza dei titoli. Questo ritorno si perfezionò alla fine dell'estate con una seconda variazione del tasso di sconto e con un'ulteriore discesa di quelli sui BOT, mentre interventi in vendita sul mercato obbligazionario contribuivano a mantenere la struttura così conseguita.

Fino a settembre le principali grandezze creditizie e della finanza pubblica si erano evolute senza rilevanti scostamenti dai profili concordati con gli organismi internazionali. Ma nel quarto trimestre il fabbisogno del Tesoro superò in larga misura il limite stabilito trascinando con sé il credito totale interno. Parallelamente si veniva meglio configurando lo squilibrio che avrebbe investito le pubbliche finanze nel 1978. In novembre sembrò quindi prudente fermare il movimento di discesa dei tassi di mercato monetario, mentre le diminuzioni già avvenute avevano ancora potenzialità sufficiente ad indurre le banche, in dicembre, ad un nuovo ribasso del *prime rate*.

I risultati complessivi dell'annata terminante al marzo scorso presentano dunque l'immagine di un sistema economico che è proceduto oltre le attese sulla via desiderata del riequilibrio esterno e su quella, sofferta, della flessione produttiva, pur essendo mancata la riduzione dello squilibrio finanziario alla quale il settore pubblico si era impegnato. Nell'autunno, quando si vennero delineando queste tendenze del sistema

ad allontanarsi nei due opposti sensi dai traguardi prefissi, sembrò saggio astenersi dal rafforzarle, come sarebbe avvenuto se si fosse operato per ricondurre il credito totale interno entro i limiti convenuti. La politica economica prestabilisce la propria azione entro un sistema di strumenti, obiettivi intermedi e obiettivi finali i cui nessi quantitativi non sono noti con certezza; se, nello svolgersi della congiuntura, eventi nuovi o inattese intensità di risposta allontanano quelle relazioni dalle proporzioni osservate in passato, essa, pur attenta a non imprimere ai mercati scosse violente, deve saper rivedere gli obiettivi intermedi della sua azione.

Entro questo quadro di relazioni funzionali, il flusso del credito totale interno nell'annata stessa si è portato a 39 mila miliardi, superando di 9 mila miliardi la cifra concordata con il Fondo monetario internazionale. Lo sconfinamento deriva tutto dal maggior disavanzo del Tesoro e, osservando i traguardi trimestrali stabiliti, appare concentrato nella seconda metà del periodo. L'espansione dei prestiti del sistema creditizio all'economia nei dodici mesi è stata di 14.500 miliardi, cifra quasi uguale a quella implicita nel calcolo del credito totale interno della « lettera di intenti »; a questo risultato ha contribuito anche la conversione in lire di prestiti bancari in valuta consentita dal profilo del massimale alla fine del 1977 e all'inizio del 1978. Per evitare che il maggior disavanzo del Tesoro si traducesse in un superamento del limite imposto alla crescita del credito totale interno, quella cifra avrebbe dovuto essere compressa a meno della metà. Oltre che tecnicamente ardua, una siffatta manovra, che si sarebbe dovuta concentrare in pochi mesi, avrebbe avuto conseguenze funeste sugli equilibri sia degli intermediari finanziari sia dei loro clienti.

Nei confronti della Comunità economica europea era stato assunto l'impegno a non espandere il credito della banca centrale al Tesoro per di 4 mila miliardi; per effetto delle cessioni di BOT al mercato questo credito, che nel 1976 era aumentato di 9 mila miliardi, nel 1977 è invece diminuito di quasi 5 mila, pur con un fabbisogno del Tesoro superiore a quello dell'anno precedente. Tale risultato, che inverte una tendenza decennale, è stato reso possibile dalla liquidità creata dall'afflusso di valuta e dalla liberazione del deposito previo, ma esso pone anche in luce come la creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro non dia, soprattutto nel breve periodo e in presenza di massimale sugli impieghi, l'intera misura del potenziale inflazionistico insito nello squilibrio delle pubbliche finanze.

Se per gran parte del 1977 l'azione condotta ha neutralizzato gli effetti sulla creazione di moneta dapprima della maggiore raccolta all'estero delle banche, poi del maggior disavanzo pubblico, essa sembra ora nuovamente posta di fronte a sviluppi che potrebbero esorbitare dalla sua capacità di controllo. Dati ancora non definitivi indicano che nei sei mesi terminati nel marzo scorso, durante i quali il fabbisogno di cassa del Tesoro, comprensivo di 5 mila miliardi di consolidamenti in titoli, ha raggiunto i 20 mila miliardi, i depositi bancari sono cresciuti secondo una ragione annua superiore al 25 per cento. Se il Parlamento non pone un freno deciso alla spesa; se lo Stato non consente a remunerare il risparmio quanto occorre per collocare i suoi titoli presso il pubblico; se le stesse aziende di credito non cessano di sollecitare l'espansione monetaria offrendo per la raccolta marginale più di quanto ricavano dal suo impiego, non si può che guardare con allarme al momento in cui il consolidarsi di un'auspicata ripresa produttiva attiverà quelle giacenze monetarie.

Le ragioni che impongono di mantenere un livello relativamente elevato dei tassi d'interesse nel nostro paese sono state illustrate lo scorso anno in questa sede. Coerentemente con esse, la sollecitazione alla discesa dei tassi è stata misurata sul tempo dell'inflazione e avendo cura di mantenere, rispetto ai tassi esteri, un differenziale adeguato. Lungo questa linea, all'azione sui tassi ufficiali e di mercato monetario abbiamo potuto affiancare, nel costante rapporto con la professione bancaria e le sue sedi associative, un'opera di mutua informazione, di analisi e di persuasione intesa a sollecitare, pur tra obiettive difficoltà, la propagazione del movimento discendente dai tassi monetari a quelli bancari.

La flessione produttiva ed una caduta delle attese di inflazione, che si è poi rivelata effimera, hanno fornito argomento alle richieste, levatesi in varie sedi, di una discesa ampia e più pronta del costo del denaro. In queste istanze, si fa riferimento al livello dei tassi che le aziende di credito annunciano di praticare alla clientela. Ma i tassi bancari ordinari, uguali o superiori al *prime rate*, si applicano a una frazione soltanto dell'indebitamento complessivo. Nel corso dell'anno, a fianco di 7.700 miliardi di nuovi prestiti bancari in lire a un tasso medio del 19,5 per cento, ne sono stati erogati al di fuori del massimale 3.500 di crediti in valuta il cui tasso è stato mediamente inferiore al 9 per cento. Sulla consistenza dei prestiti in essere dell'intero sistema creditizio ha gravato nella media dell'anno un carico di interessi calco-

labile nel 14,8 per cento, inferiore all'incremento di tutti gli indici dei prezzi. Finché valga questa relazione, gli interessi pagati sono in realtà quote di ammortamento del debito.

Il confronto suggerisce che le radici del malessere del settore produttivo vanno ricercate altrove, ma resta pur sempre che le voci levatesi per lamentare la scarsità e l'onerosità del credito posto a disposizione della produzione e dell'investimento esprimono il rifiuto, anche nostro, di una condizione in cui al settore produttivo si impongono in via permanente restrizioni che, nell'interesse di tutti, dovrebbero limitarsi a una breve emergenza economica e valutaria.

Solo quando un'azione efficace sulle cause prime dell'inflazione ne avrà abbassato notevolmente il tasso, la condotta monetaria potrà attendere al sostegno della crescita dei settori produttivi e i tassi d'interesse potranno assestarsi su livelli anche nominalmente allineati su quelli vigenti negli altri paesi industriali.

Valutazioni contenute nella relazione trimestrale del Ministro del Tesoro al Parlamento dello scorso marzo indicavano in 38 mila miliardi, e con un margine di incertezza di 2 mila miliardi, l'espansione del credito totale interno per l'anno 1978, compatibile con uno sviluppo del prodotto interno lordo tra il 2 e il 2,5 per cento, al quale corrispondeva un aumento della produzione industriale del 4-5 per cento, in corso d'anno, con un avanzo corrente della bilancia dei pagamenti pari all' 1 per cento del prodotto interno lordo, con una crescita dei prezzi dell' 11-12 per cento sempre in corso d'anno: appariva già in quel momento l'impossibilità di contenere il tasso di inflazione entro il limite dell' 8 per cento, a suo tempo annunciato nella « lettera di intenti » al Fondo monetario.

Nella presentazione in Parlamento del programma di governo avvenuta il 16 marzo, veniva indicato in 24 mila miliardi l'obiettivo per il disavanzo del settore pubblico allargato e in 16 mila miliardi l'ammontare dei fondi da destinare al settore produttivo. La cifra del disavanzo non includeva gli aumenti dei fondi di dotazione per le imprese pubbliche e per gli istituti di credito speciale e le regolazioni di debiti pregressi. Considerando anche questi importi si raggiungerebbe per il fabbisogno del settore pubblico allargato la somma di 28 mila miliardi.

Valutazioni più recenti, basate sui dati dell'ultima relazione trimestrale del Ministro del Tesoro e comprensive dell'onere per il proseguimento della fiscalizzazione, indicano in circa 35 mila miliardi il fabbisogno tendenziale del settore pubblico. In questa stima non sono

considerate le conseguenze, invero limitate, che i provvedimenti approvati dall'ultimo Consiglio dei ministri avranno sul disavanzo.

Il rapporto che lega l'andamento dei conti con l'estero e dei prezzi alla liquidità dell'economia è irregolare e difficilmente prevedibile: quando questa superi i valori di equilibrio, possono seguire effetti inizialmente molto limitati, ma suscettibili di accelerazioni improvvise in presenza di perturbazioni di carattere sia interno sia esterno.

Perché il riavvicinamento del nostro tasso di inflazione a quello dei più importanti paesi industriali, e in ispecie dei paesi della Comunità, non sia rinviato a una scadenza lontana è necessario ricondurre, a partire dalla metà di questo anno, il disavanzo del settore pubblico entro limiti corrispondenti ai 24 mila miliardi sopra ricordati, sui quali è stato espresso un ampio consenso con riferimento all'anno solare 1978.

La gestione del credito e dei tassi di interesse sarà orientata ad impedire una ulteriore espansione della liquidità dell'economia coerentemente con gli obiettivi della suddetta politica di bilancio.

I mercati finanziari.

Il mercato dei buoni ordinari del Tesoro è ormai quello sul quale principalmente si realizza il controllo della base monetaria, e i più flessibili criteri di intervento esposti un anno fa in questa sede hanno contribuito ad estenderlo. La Banca d'Italia ha operato in vendita e solo per partite rilevanti; la diffusione capillare dei titoli è avvenuta poi a cura degli altri operatori ed ha trovato evidenza nella riduzione del peso relativo delle banche, e fra queste in ispecie delle maggiori, in termini sia di distribuzione del portafoglio sia di volume di contrattazioni.

L'evoluzione del mercato monetario è però ancora lontana dall'essersi compiuta e richiede, oltre alla nostra azione, l'iniziativa degli operatori e delle istituzioni che vi partecipano o vi sono interessati. Condizione fondamentale è che un numero sempre più vasto non solo di istituzioni creditizie, ma anche di imprese, di famiglie e di enti pubblici, abbia una gestione finanziaria attenta, restia a lasciare inattive le disponibilità monetarie, rapida nel cogliere nuove favorevoli occasioni di impiego. Se gli intermediari di mercato monetario compiono a tal fine un'opera preziosa di informazione e di stimolo, quella condizione dipende anche, a sua volta determinandoli, da altri fattori: la trasparenza del mercato, la capacità di circolazione dei titoli, la loro varietà.

Occorre perciò innanzitutto che il sistema delle contrattazioni si evolva sino ad esprimere giornalmente, rendendoli noti al largo pubblico, prezzi e rendimenti rappresentativi degli scambi avvenuti: si perfezionerà così quell'unità del mercato che può essere compiuta solo per mezzo di un numero ristretto di intermediari specializzati, tra loro concorrenti, ma solidali nel comune interesse al suo buon funzionamento. Il movimento materiale, che per titoli al portatore implica rischi elevati ed è costoso, diverrà superfluo, senza per questo richiedere la circolazione di documenti sostitutivi meno accetti agli investitori come alle autorità, quando sarà in funzione la procedura, per la cui realizzazione stiamo operando, di trasferimento dei buoni a mezzo di scritturazioni contabili. Varietà di strumenti, infine, significa consentirne l'emissione anche ad operatori diversi dal Tesoro, siano essi imprese primarie o aziende di credito: è perciò auspicabile che la rimozione degli ostacoli tributari, per la quale ci siamo adoperati, possa avvenire in un futuro prossimo.

E' da dubitare invece che l'efficienza delle contrattazioni possa guadagnare da un loro accentramento nelle borse valori. Nate per realizzare l'unità e la trasparenza del mercato in epoche di comunicazioni lente e difficili, le borse ancora oggi svolgono una funzione utile per la quotazione e lo scambio di titoli di mercato finanziario. Ma per strumenti di tesoreria oggetto di decisioni che debbono poter essere prese direttamente dai responsabili operativi delle banche o delle grandi imprese, in ore successive alla chiusura delle stanze di compensazione, per partite spesso di grosso importo, con prezzo variabile di ora in ora, l'unità del mercato continuerà di fatto — in Italia come in altri paesi più evoluti del nostro in questa materia — ad essere ricercata assai meglio attraverso circuiti telefonici tra le sedi operative, i quali favoriscono l'unificazione del momento decisionale con quello esecutivo. La stessa banca centrale deve operare secondo queste regole di funzionamento.

Anche se la crescita dei buoni in circolazione desta minore preoccupazione di un equivalente incremento della moneta bancaria, sarebbe erroneo rallegrarsene, perché essa non è priva di aspetti di ipertrofia. Pur tenendo conto del fatto che era in corso la transizione ad un nuovo assetto dei bilanci bancari e non bancari, nell'ultimo anno i limiti di una equilibrata espansione sono stati ecceduti sotto l'azione di cause profonde come l'inflazione, il dissesto delle finanze pubbliche, l'intrinseca debolezza dell'economia.

Al fine di contenere la quota della moneta sulle attività finanziarie complessive, per gran parte del 1977, in una congiuntura di tassi calanti, il rendimento dei BOT è stato mantenuto su livelli che inducevano le banche a scegliere tra la riduzione del margine di utile che avrebbero subito offrendo tassi passivi agganciati a quel rendimento e la disintermediazione che avrebbero subito accettando un maggior distacco tra i due tassi: poiché solo una frazione dei depositi è investita in buoni, il primo dei due comportamenti le esponeva a perdite. Le aziende di credito hanno dunque percepito la concorrenza dei BOT ai depositi: alcune di esse, accettandola, hanno tratto guadagni dalla cessione di buoni alla clientela; altre vi hanno resistito, probabilmente espandendo la propria quota sul mercato dei depositi e riducendo il margine di utile lordo; altre ancora hanno in vario modo cercato di mantenere una segmentazione tra i due mercati.

Il sistema dei vincoli permette il raggiungimento di obiettivi più numerosi di quelli che la manovra della base monetaria potrebbe conseguire da sola. Sarebbe però imprudente affermare che esso ha consentito una politica più articolata e precisa di quella permessa dai soli strumenti di controllo indiretto senza ricordare anche i costi che quel sistema ha imposto alla funzionalità dei mercati ed al quadro entro cui operano le autorità monetarie, costi che non devono essere giudicati meno gravosi per il fatto che la loro misurazione è difficile.

Uno di essi può essere individuato nelle perdite di efficienza allocativa che le brusche correzioni di rotta imposte dai vincoli infliggono agli intermediari finanziari. Altri derivano dal forzato trasferimento di redditi attraverso il sistema dei tassi d'interesse. In particolare, il finanziamento dello Stato a tassi ridotti, cui il massimale ha contribuito, configura una vera forma di credito agevolato a rovescio che non ha il pregio di fondarsi né su un corpo stabilito di dottrina economica, né sull'esercizio della sovranità popolare: nel 1977 il tasso dei BOT sul mercato è stato in media di 3,7 punti inferiore al livello medio del *prime rate*, mentre nel 1976 la differenza era stata di 1,4 punti.

Né va trascurato il deterioramento che la nostra conoscenza subisce con il perdurare dei vincoli. Se, al momento in cui vengono introdotti, questi si pongono come la deviazione da una legge di comportamento spontaneo che all'autorità monetaria è nota e documentata dall'informazione statistica e dalla teoria economica, con il passare del tempo quella legge si fa indecifrabile: le ultime osservazioni di essa risalgono a un passato sempre più lontano e diverso e incerte divengono le ripercus-

sioni di un'improvvisa soppressione dei vincoli. Può succedere allora che il rinnovarli appaia come la via più sicura, il ritorno ai meccanismi spontanei sembrando un passo verso l'ignoto.

Ma il costo maggiore deriva dalla istituzione e dal mantenimento di un assetto nel quale una porzione sempre più ampia del risparmio si destina ad usi, e si concede a condizioni, sui quali il cittadino non ha avuto modo di esprimersi né direttamente, né indirettamente come avverrebbe se le istituzioni finanziarie cui lo ha affidato potessero formulare un loro autonomo giudizio. Dopo aver cessato di generare risparmio proprio, lo Stato ha visto ridursi la sua capacità di attrarre quello altrui direttamente, cioè offrendo titoli che alle famiglie apparissero salvaguardia adeguata della propria capacità di spesa futura: ha preferito intervenire sugli intermediari finanziari, mortificandone la funzione a quella di agenti di raccolta per conto di altri.

Anni di intense manovre monetarie anticicliche e di ricorso al credito per il perseguimento di politiche industriali, settoriali o territoriali, che spesso non hanno neppure riprodotto le risorse assorbite, ci hanno lasciato un sistema creditizio appesantito e rigido. Mentre l'instabilità dei mercati finanziari in presenza di inflazione ha spinto le famiglie ad arroccarsi sempre più nella certezza di valore dei depositi bancari, le aziende di credito hanno tardato a vedere che, col proprio risparmio, il pubblico rimetteva loro anche i mali ed i rischi di una sua allocazione distorta, e non sempre hanno percepito l'insidia che si nascondeva nel destinare quote crescenti della propria raccolta a impieghi dei quali, al di là delle forme, era chiara l'illiquidità.

Se il cammino continuerà lungo queste vie, gli intermediari finanziari finiranno con l'entrare nel novero delle industrie in perdita, bisognose di sostegno e di soccorso. Se invece, come vi è ragione di sperare, l'occupazione, l'equilibrio territoriale e la stabilità dei prezzi verranno cercati con un'azione più profonda sulle vere determinanti, allora al sistema creditizio si potrà volgere l'attenzione non per sottrargli tesori nascosti, che non possiede, ma per restituirgli l'equilibrio nelle strutture dell'attivo e la responsabilità operativa senza i quali non sarebbe funzionale a un'economia risanata. Per il compimento di quella azione più profonda il Governo ha proposto un programma triennale; qualche anno richiederà anche il cammino di ritorno verso assetti finanziari più equilibrati. Su questo tema, il dibattito degli ultimi mesi è stato ricco di voci e gli esponenti della comunità bancaria gli hanno dato un contributo prezioso.

Gli obiettivi sui quali il consenso è ormai molto ampio e che anche a nostro giudizio debbono essere perseguiti possono riassumersi in quello di ridurre a proporzioni più accettabili, rispetto alla situazione degli ultimi anni, sia la trasformazione qualitativa del risparmio da parte delle istituzioni creditizie, sia la moltiplicazione degli strumenti di credito che si compie per ogni lira risparmiata.

Se un impianto a produttività assai prolungata nel tempo, in un settore merceologico che impiega materie prime dai prezzi fortemente oscillanti, è — fatti tutti i passaggi — finanziato da un deposito bancario a vista o da un credito a breve termine in valuta, il filo che lega risparmio all'investimento è troppo teso e sottile per poter resistere allo strappo di una qualsiasi perturbazione finanziaria, commerciale o valutaria. D'altra parte, è vero che attraverso l'allungamento della catena del credito lo spazio occupato dalle aziende di credito nel settore finanziario si è dilatato, ma, rispetto agli istituti a medio termine, ciò è avvenuto per sovrapposizione e non per sostituzione di compiti, giacché sono state le banche a compiere gli investimenti obbligazionari disertati dal pubblico. Il sistema è ora come ripiegato su se stesso, e potrebbe dispiegare anche rapidamente una grande capacità di finanziamento senza necessità di nuova base monetaria ove vi fosse un cospicuo, e auspicabile, ritorno del pubblico all'investimento obbligazionario.

L'insieme dei vincoli al credito non può essere di colpo abbandonato, ma dev'essere modificato per accompagnare questo ritorno a una minore liquidità della ricchezza finanziaria del pubblico, a una maggiore capacità dello Stato, degli istituti di credito speciale e delle imprese di attingere direttamente al risparmio, a una più stretta affinità tra le caratteristiche degli strumenti finanziari e quelle degli investimenti reali.

Per le considerazioni ora fatte, non sembra che una revisione del sistema dei vincoli possa iniziare con la soppressione del massimale sugli impieghi bancari: insieme con lo strumento delle autorizzazioni alle emissioni obbligazionarie esso rappresenta infatti il mezzo col quale viene posto un argine alla potenziale creazione di credito insita nella doppia intermediazione e nel volume di BOT di proprietà del sistema bancario. Tuttavia, pur rinnovato, il massimale potrebbe perdere parte del suo rigore, e discriminare meno a danno del settore privato, se la pressione del settore pubblico sul risparmio si allentasse.

E' per il mercato obbligazionario, invece, che qualche modifica o attenuazione di disciplina potrebbe essere introdotta. Dal lato dell'of-

ferta, prestiti con piano di rimborso crescente e con rendimenti direttamente o indirettamente collegati alla evoluzione dei prezzi potrebbero facilitare il reperimento di mezzi da parte di alcuni emittenti. Più volte il nostro Istituto si è espresso favorevolmente, facendosi anche promotore di specifiche proposte, sull'opportunità di un maggiore ricorso a queste forme di prestiti da parte di operatori istituzionalmente sensibili, nelle loro decisioni di spesa, all'onere reale del debito. Oltre che al finanziamento dell'edilizia, siffatte forme potrebbero perciò servire al finanziamento di imprese esercenti servizi di pubblica utilità o di grandi società industriali che ricorrano direttamente al mercato; e l'importanza che, per gli equilibri finanziari, rivestirebbero più ampi investimenti obbligazionari del pubblico potrebbe indurci a orientare le autorizzazioni all'emissione anche al fine di incoraggiare l'offerta di questi titoli. Dal lato della domanda, il ritorno della curva dei rendimenti a una configurazione più normale potrebbe consentire di fare un affidamento meno esclusivo sugli investimenti bancari, e quindi di attenuare almeno alcune delle distorsioni incoraggiate in questi anni dalla diversa intensità dei legami che gli istituti di credito speciale intrattengono con le aziende di credito.

Vediamo invece con preoccupazione l'inasprimento della tassazione sugli interessi dei depositi bancari e il crescendo di proposte fiscali che li prendono di mira, disattente alla vera natura economica della base imponibile e al fatto che in Italia il loro trattamento tributario è già severo di quello di fatto vigente nei principali paesi della Comunità. Finché il rendimento medio delle attività finanziarie sia, come è stato per quasi tutto il corso di questo decennio, inferiore al tasso di aumento dei prezzi, gli interessi ricevuti dai risparmiatori solo impropriamente possono chiamarsi redditi, configurandosi piuttosto come quote, insufficienti, di ricostituzione del capitale prestato. Chi ritiene di vedere in quegli interessi una facile fonte di gettito per il fisco o un impedimento alla riduzione del costo del denaro per le imprese dovrebbe considerare che ogni inasprimento dell'aliquota della ritenuta alla fonte ha l'effetto di accrescere il livello dei tassi bancari attivi.

Anche per la riserva obbligatoria sono state suggerite modifiche per orientarla a fini selettivi, per esempio facendo della sua remunerazione il canale attraverso il quale il Tesoro si assumerebbe parte dell'onere di una riconversione e di crediti bancari. Tre anni or sono questo strumento venne liberato dalle molte incrostazioni che, nell'intento di perseguire finalità selettive, ne avevano via via compromesso la funzione primaria di regolazione della liquidità. A questo compito

proprio è opportuno che esso continui ora ad essere destinato, ogni sua eventuale modifica dovendosi indirizzare a obiettivi di ordine generale nella ricerca di un migliore equilibrio dei flussi finanziari.

Siamo altresì restii a volgere il sistema dei vincoli al fine di disciplinare le quote delle singole aziende di credito sui Mercati dei diversi strumenti finanziari. Per l'attivo, abbiamo affermato in passato, e confermiamo, di considerare l'effetto di congelamento derivante dal massimale una delle gravi distorsioni prodotte da questo strumento. Così, dal lato del passivo, la stabilità delle quote di mercato non può essere perseguita come obiettivo in sé, meno che mai in tempi nei quali l'inflazione ha raddoppiato i valori dei bilanci bancari nel volgere di pochissimi anni, e la redistribuzione territoriale e settoriale del reddito è talmente ampia e rapida da alterare a sua volta le posizioni relative dei diversi istituti.

La parte maggiore del cammino verso assetti finanziari più equilibrati, però, va affidata ad azioni ed eventi che stanno al di fuori della sfera dei comportamenti dell'istituto di emissione. Tra questi vi è in primo luogo la capacità di autogoverno della comunità bancaria. Una percezione corretta della linea di confine tra l'area del comune interesse e quella della competizione è presupposto insostituibile di un più stabile equilibrio delle istituzioni creditizie. Ai due obiettivi di una minore trasformazione del risparmio e di meno numerosi passaggi di questo attraverso i bilanci di vari intermediari finanziari, le istituzioni creditizie hanno un interesse comune: nessuna autorità esterna potrà aiutarle a perseguirli con la gradualità e con il rispetto per le esigenze fondamentali del settore che le istituzioni stesse possono darsi attraverso comportamenti di sistema ispirati a reciproca collaborazione.

Problemi del sistema creditizio e indirizzi di vigilanza.

L'esigenza di adeguare la struttura territoriale del sistema delle aziende di credito alla domanda di servizi bancari ha dato luogo alla formazione e all'attuazione, appena avvenuta, di un piano di apertura di nuovi sportelli secondo direttive approvate dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. Al fine di offrire una migliore informazione sui criteri e sulle scelte conseguenti, se ne è collocata la trattazione principalmente nel capitolo sull'attività della Banca che ho richiamato in apertura.

Più continuo impegno hanno richiesto l'elaborazione, la revisione critica e l'applicazione di criteri che rendessero l'azione di vigilanza consona alle esigenze dell'attuale momento congiunturale, aggravato da irrisolti problemi strutturali.

Ove si voglia evitare il rischio che l'attività di supervisione sul sistema creditizio si risolva in una mera procedura burocratica fine a se stessa, è d'uopo continuare a cimentarsi nella ricerca per tentativi di quei sentieri che possono condurre allo sviluppo economico attraverso un'opera ora di sollecitazione ora di sostegno da parte delle istituzioni creditizie nei confronti degli operatori economici. Sono, questi, sentieri impervi, percorrendo i quali non va sottovalutato il pericolo di veder coinvolta nella caduta di alcune iniziative la credibilità delle istituzioni creditizie che le hanno appoggiate e finanziariamente sorrette. Tuttavia, qualche rischio è necessario che venga corso non solo per contribuire a far uscire il Mezzogiorno dalla sua condizione di insufficiente sviluppo e l'intera nostra economia dall'attuale situazione di inflazione, ristagno e disoccupazione, ma anche per non affievolire oltre misura la capacità dei banchieri come imprenditori del credito.

Con questi obiettivi in mente, l'azione della vigilanza si è dispiegata in vari campi, reinterpretando antiche definizioni, usando in modo più articolato dello strumento autorizzativo, sollecitando il rafforzamento patrimoniale degli intermediari creditizi.

L'opportunità di ridurre la doppia intermediazione e di preservare nel contempo la valutazione tecnica delle iniziative da finanziare ha portato ad affermare un'interpretazione del principio di specializzazione in senso funzionale. In base al nuovo indirizzo, agli istituti a medio e a lungo termine resta riservato il finanziamento degli investimenti, che consente di mantenere una possibilità di selezione dei flussi creditizi, mentre spetta alle aziende di credito di sovvenire i cicli produttivi. Si è ritenuto, perciò, non incompatibile con i principi posti a base del nostro ordinamento un ampliamento della sfera operativa, oltre il breve termine, delle aziende di credito, in particolare a favore di operazioni di sostegno delle esportazioni. Da questo orientamento deriva una maggiore efficienza del sistema nel suo complesso, intesa come capacità di soddisfare meglio le esigenze dei prenditori di fondi.

Al verificarsi di situazioni che rendevano problematico il normale rientro delle esposizioni, la risposta delle banche è stata la trasformazione dei crediti a breve termine in altri a più lunga scadenza o, nei casi più gravi, l'acquisizione di attività immobiliari contro estinzione di debiti.

La Banca d'Italia, chiamata a rimuovere impedimenti statutari o di vigilanza all'attuazione di tali operazioni, ha avuto riguardo, nel determinarsi, al loro presumibile effetto sulla posizione dell'intermediario bancario.

Esistono limiti alla concessione di fidi alla clientela, direttamente correlati ai mezzi patrimoniali, che le aziende e la maggior parte degli istituti speciali di credito sono tenuti a rispettare. In molti casi questi limiti sono stati superati, anche per importi di notevole entità; ciò è avvenuto con il necessario assenso preventivo dell'organo di vigilanza per tutte le iniziative ritenute a priori valide sotto il profilo creditizio. Nel prendere tali decisioni, si è stati posti di fronte al dilemma se consentire le eccedenze vedendo così aumentare la concentrazione dei rischi dell'intermediario, ovvero se negare l'autorizzazione pur avvertendo le serie conseguenze del diniego.

Queste ultime, se si guarda all'intermediario creditizio, sono trascurabili o quasi per le grandi aziende di credito in virtù della loro capacità di sostituire un impiego all'altro, eventualmente canalizzando sul mercato interbancario o su quello monetario la raccolta che non possono erogare come crediti. Gli effetti, invece, sono molto gravi per gli istituti di credito speciale di minori dimensioni che operano nelle zone in via di sviluppo; la loro provvista è autorizzata soltanto nei limiti in cui devono soddisfare domande di finanziamento e queste, che promanano dalla locale industria nascente caratterizzata da una struttura debole e da un'elevata concentrazione, avrebbero dovuto essere respinte in gran numero dall'istituto ed eventualmente dall'organo di vigilanza. Così facendo, non solo si sarebbe rischiato di condannare ad una scarsa operatività molti istituti di medio credito, ma si sarebbe finito col tradire lo spirito di una legislazione che ha configurato il credito agevolato come lo strumento principale per lo sviluppo economico delle aree meno favorite del nostro paese. A prescindere dal giudizio sull'uso indiscriminato e polivalente che è stato fatto dell'agevolazione sul costo del credito, è indubbio che essa trova la sua migliore giustificazione nell'obiettivo di compensare gli operatori della maggior alea imprenditoriale cui vanno incontro localizzando i nuovi impianti in zone con scarsa tradizione industriale e con poche infrastrutture civili.

Perciò, il perseguimento degli obiettivi fissati dalle leggi attraverso questo tipo di intermediari finanziari è possibile soltanto a patto di tollerare presso i medesimi una concentrazione di rischio superiore a quella ritenuta tecnicamente normale. Da questa constatata, inevitabile

conseguenza discende la riluttanza dell'organo di vigilanza al veder costituire istituti di mediocredito regionale nel Mezzogiorno continentale, i quali, oltre che a disintermediare in qualche misura le istituzioni che oggi vi esercitano il credito a medio e a lungo termine a favore delle imprese minori, sarebbero destinati ad una vita asfittica e rischiosa anche per la stabilità del sistema. Al contrario, i più antichi istituti di credito speciale, sorretti dalla tradizione e da adeguate strutture, anche se hanno una minore possibilità di mediare i rischi rispetto ad aziende di credito di dimensioni comparabili, sono in grado di effettuare la compensazione degli stessi sull'intero territorio nazionale e perciò anche tra diversi rami di industria e tra differenti gruppi economici.

Il peggioramento della qualità degli impieghi e la concentrazione dei rischi impongono che i fondi patrimoniali degli enti creditizi siano rafforzati per poter far fronte in modo adeguato alla loro funzione di ammortizzatori delle perdite. Nonostante le sollecitazioni delle autorità creditizie, le quali hanno anche operato attraverso la nuova configurazione data ad alcuni strumenti di vigilanza che collegano l'operatività delle aziende di credito all'entità dei loro fondi patrimoniali, l'aumento di questi procede lentamente ed è frutto in gran parte delle rivalutazioni monetarie fiscalmente ammesse.

L'apporto di fondi dall'esterno appare più agevole per le banche a forma azionaria e soprattutto per quelle popolari, date le caratteristiche della loro base sociale; le banche di interesse nazionale, consapevoli delle proprie responsabilità interne ed internazionali, hanno ritenuto di aumentare i propri capitali nel 1978, nonostante le difficoltà finanziarie del loro azionista di maggioranza. Per gli istituti di credito di diritto pubblico assai più problematico si presenta l'afflusso di capitale dall'esterno, che è di fatto escluso per le casse di risparmio; queste ultime, dando prova di notevole sollecitudine per la tutela dei depositanti, hanno favorito, in sede di allocazione dell'utile lordo del 1977, il rafforzamento dei fondi rischi e talvolta, in sede di ripartizione dell'utile netto, anche la riduzione della quota destinata a opere di beneficenza.

Il disegno di legge, di iniziativa governativa, avente per oggetto l'aumento dei fondi di dotazione e dei fondi di riserva speciale dei tre banchi meridionali intende offrire a questi istituti un valido ausilio per fronteggiare sia le conseguenze sfavorevoli dei provvedimenti sul consolidamento dei debiti degli enti locali sia l'azione di sviluppo.

Per essere efficace l'attività di vigilanza non può irrigidirsi in schemi invariati al mutare degli andamenti congiunturali, delle strutture dei mercati, delle situazioni degli intermediari. Ne deriva che la materia che ricade sotto i giudizi affidati alla Banca è essenzialmente tecnica e mutevole; l'esperienza dei casi precedenti e l'utilizzazione di moderni strumenti decisionali possono ridurre ma non eliminare il margine di opinabilità. Spesso l'ipotesi prescelta non rientra nell'esclusivo ambito di determinazione dell'organo di vigilanza, poiché la legge dispone che altri poteri facenti capo ad altri soggetti vengano da esso attivati. Spetta in questo caso alla nostra Banca un dovere di sollecitazione, talvolta di proposta, ma non di decisione.

Di questo ampio sistema di interventi sarebbe estraneo alla tradizione della Banca rifiutare la responsabilità: responsabilità che la legge le affida e che nella legge trova il naturale limite. Giova ribadire che l'oggetto delle nostre scelte presenta contenuti tecnici di tale peculiarità ed è così strettamente condizionato dal contesto interno ed internazionale, che appare invero ardua la pretesa di affermare, allorché si esuli dalla valutazione politica o dalla ricostruzione storica, che una diversa scelta si imponeva al momento della decisione. Sarebbe facile dimostrare che simili giudizi a posteriori spesso sottovalutano le obiettive difficoltà che nel concreto svolgersi dei fatti hanno condizionato la decisione.

Del pari, nella specifica materia valutaria, atteggiamenti eccessivamente inquisitori finiscono con l'ingenerare nei dirigenti bancari la convinzione che ogni manifestazione della loro attività sia destinata ad essere considerata sistematicamente sospetta; istintivamente essi se ne ritraggono, limitando sempre più la loro autonomia decisionale. Tutto ciò spinge alla burocratizzazione del credito e contrasta con l'obiettivo, dai più conclamato, di sollecitare le energie e le capacità professionali, la cui supposta mancanza è spesso esplicitamente addotta come motivazione di giudizi severi sul sistema bancario.

L'organo di vigilanza da parte sua ritiene di confermare l'opzione fondamentale di considerare il sistema creditizio come un insieme di imprese; questa scelta qualifica in modo positivo la possibilità che, proprio attraverso un corretto e penetrante uso dei poteri discrezionali cui si è testé accennato, la complessiva attività delle istituzioni creditizie venga indirizzata al conseguimento degli obiettivi fissati dagli organi rappresentativi a ciò preposti.

Signori Partecipanti,

nostro paese si trova di fronte a una sfida di grande momento, e il corpo sociale nelle sue varie componenti sembra ora avvertire il pericolo che incombe sulle posizioni acquisite in un processo, sia pure travagliato, di avanzamento economico e civile. Il numero delle persone senza lavoro, statisticamente accertato, è di un milione e mezzo, e sale a un milione settecentomila tenendo conto di coloro che figurano nei libri-paga delle imprese al di là delle effettive esigenze della produzione. Offrire possibilità durature di lavoro a questa ingente massa di disoccupati è il traguardo nei confronti del quale ogni altro obiettivo diviene strumento.

La ripresa congiunturale che vari indicatori segnalano si presenta con i caratteri di precarietà che hanno contraddistinto analoghe fasi della nostra economia nel periodo più recente. Se lasceremo che essa proceda secondo le tendenze in atto, il sollievo che ne potrà derivare all'occupazione sarà scarso; prima che l'accresciuta attività produttiva, una volta utilizzata appieno la manodopera sottoccupata, possa esprimere una consistente domanda aggiuntiva di lavoro si saranno già incontrati i vincoli che costringeranno a frenare l'espansione. Un più attento governo della domanda potrà valere, come già è avvenuto, a ridurre l'ampiezza delle oscillazioni cicliche, ma non ci affrancherà da un procedere alterno fra punti superiori, nei quali il tasso di sviluppo toccherà fugacemente valori soddisfacenti, e punti inferiori, nei quali alla recessione continuerà ad accompagnarsi un elevato tasso d'inflazione.

Per allentare la morsa dell'inflazione e del ristagno, è necessario incidere concretamente sul disavanzo corrente e globale del settore pubblico. Quando eccede le dimensioni compatibili con il finanziamento fisiologico consentito dal sistema, esso pone pressioni insostenibili sulla creazione di base monetaria, tanto più penose per le autorità responsabili, consapevoli che il finanziamento in moneta ad alto potenziale non può che comportare l'imposta da inflazione quale mezzo di copertura dei vuoti tributari.

Altrettanto urgente appare l'esigenza di contenere il costo del lavoro, operando contemporaneamente sulle due lame della forbice — maggior produttività ed efficienza e contenimento del salario nominale — in modo da creare le premesse per realizzare un sostenuto processo di accumulazione.

Una ripresa degli investimenti tenderà a comportare nel breve periodo pressioni sui nostri conti con l'estero di parte corrente. Ma se l'eventuale passaggio in rosso di queste voci avverrà in un contesto di ricostituzione degli equilibri reali e monetari interni, si potrà contare su flussi di finanziamento stabili e consistenti ed evitare che il vincolo esterno comprometta la durevolezza della ripresa.

La conoscenza di questa realtà e delle cause che la determinano si è maturata nell'esperienza degli ultimi difficili anni; ma la conoscenza è sterile, se non scatta la volontà che la trasformi in azione: perché non ci « tornino in cagion di condanna le cose sentite, e non operate; credute, e non osservate ».

Se si è convinti che la spesa pubblica corrente ha raggiunto valori insostenibili, che essa non risponde in modo appropriato alle esigenze sociali e che per di più ha in sé fattori di ulteriore deterioramento quantitativo e qualitativo, occorre intervenire senza ulteriori indugi e senza mezze misure. Già alcuni meccanismi perversi, non corretti in tempo, hanno compromesso il bilancio del settore pubblico nel 1978; sarebbe colpevole non evitare l'aggravio che incombe sul 1979.

Se si è convinti che l'avvio di una ripresa capace di consolidarsi e diffondersi richiede una politica di investimenti autonomi, occorre operare le necessarie scelte, rimuovere gli impedimenti posti dalla lentezza delle procedure amministrative e passare a una sollecita attuazione almeno nei campi nei quali più evidenti sono i bisogni: l'energia, l'agricoltura, l'ambiente, l'edilizia pubblica, la casa. Per queste opere il credito non dovrà mancare.

Se si è convinti che il risanamento e lo sviluppo della base produttiva presuppongono non solo la disponibilità delle risorse da destinare agli investimenti ma anche la chiara comunicazione del quadro d'insieme e delle norme con cui si esplica l'apporto del settore pubblico, occorre che la Pubblica amministrazione offra agli operatori certezza, sostegno e indicazioni attraverso una gestione attiva e coordinata dei propri strumenti: autorizzazioni, prezzi, tariffe, commesse, incentivi.

Se si è convinti che un rilancio dell'occupazione nella stabilità monetaria richiede soprattutto la realizzazione di condizioni che rendano economico l'impiego delle risorse e che stabilizzino il tasso atteso di profitto, occorre che un negoziato sociale porti alla definizione di una politica del costo e della mobilità del lavoro in funzione di chiari obiettivi di investimento e di occupazione. E se è valida la dimostrazione, che

abbiamo cercato di dare, del danno derivante allo stesso mondo del lavoro da meccanismi retributivi che alimentano la spirale prezzi-salari, occorre modificarli.

« Sarebbe un drastico errore se chi rappresenta il mondo del lavoro non facesse tutto quanto è in proprio potere per spezzare questa spirale. L'indicizzazione delle retribuzioni dà la breve illusione che la difesa del loro valore reale possa avvenire senza riguardo all'evoluzione del loro valore nominale. Essa invece non solo restringe il fronte già sottile di coloro che difendono la moneta, ma alimentando la spirale infligge ai lavoratori una perdita di potere d'acquisto in corso di trimestre crescente col deprezzamento monetario; riprende loro, quali detentori di attività in moneta, parte del potere d'acquisto che non abbiano subito tradotto in spesa; quando il cambio anticipi gli attesi aumenti di prezzi, comporta una svendita della ricchezza nazionale che esercita sul reddito effetti non dissimili da quelli del rincaro dei prodotti d'importazione ».

Accedendo alla modifica di meccanismi, che già nel breve e piti nel medio periodo si ritorcono contro chi li assunse a proprio strumento di difesa, « i lavoratori, che giustamente ambiscono a porsi sempre come soggetti del destino economico della nazione, si farebbero assertori di un interesse generale che in definitiva corrisponde al loro in termini di potere d'acquisto del salario, di occupazione, di distribuzione del reddito nazionale ».

Queste considerazioni non sono di oggi; esse sono tratte da una lettera scritta al segretario generale della maggiore fra le confederazioni sindacali il 5 maggio 1976; giorno nel quale la quotazione del dollaro toccò a listino le 916 lire.

Nel corso tumultuoso dei quattro mesi che misero capo a quel giorno, Aldo Moro, Presidente del Consiglio, aveva seguito e sorretto l'azione della Banca con attenzione, simpatia e fiducia.

La sera di quello stesso giorno, si svolse a Villa Madama una riunione di governo nella quale; allo scopo di arrestare la caduta del cambio, vennero decisi vari provvedimenti limitativi della libertà dei pagamenti esteri: tra essi, il deposito previo per le importazioni, la riduzione dei termini di validità dei conti valutarî e l'obbligo del finanziamento in valuta per le esportazioni con pagamento differito.

Moro, che presiedeva, osservò nel corso del dibattito che inoltrarsi sulla via delle restrizioni ai rapporti con l'estero, come pure si doveva

fare in una situazione di emergenza, era « un altro modo di uscire dall'Europa ».

L'analisi proposta in questa Relazione è intesa quale contributo alla definizione di una linea di politica economica che, avvicinando gli obiettivi della stabilità monetaria e dello sviluppo, valga a mantenere il nostro paese, uguale tra uguali, nel consorzio delle nazioni civili.

Approfondire la riflessione su quanto a ciò si richiede e coerentemente determinarsi sarà modo non ultimo né meno degno di far rivivere entro di noi la voce che è stata spenta, di riscattare il male che è stato compiuto.