

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 30 MAGGIO 1981

ANNO 1980 (LXXXVII)

CONSIDERAZIONI FINALI



## CONSIDERAZIONI FINALI



*Signori Partecipanti,*

ripercorrere vicende che, seppure vicine quali quelle del 1980, l'incalzare degli eventi allontana nella memoria, è doveroso non solo per il rispetto del compito tradizionale della Banca in questa annuale assemblea, ma per il convincimento che la loro analitica conoscenza sollecita e sostiene l'atto volitivo che conduce all'azione.

Desidero in primo luogo sottolineare la continuità, nella vita della Banca, dell'intento di perseguire la funzionalità, attraverso innovazioni negli assetti interni, l'apporto di una compagine ampiamente rinnovata e qualificata dallo svolgersi dei processi formativi, la consapevolezza dell'essenziale legame fra l'istituzione e l'interesse pubblico da servire.

L'interazione delle attività di banca centrale e di vigilanza con la ricerca economica e giuridica si è fatta più intensa. Calandosi maggiormente nella realtà operativa, la ricerca diffonde utilmente le istanze di metodo e di approfondimento che le sono proprie, recependo, a sua volta, proficui stimoli.

Con l'esercizio in corso gli schemi di bilancio sono stati perfezionati, è proseguita la revisione dei meccanismi operativi, in particolare per le Tesorerie provinciali e per i mercati monetario e finanziario; è in fase di realizzazione il progetto che doterà la Banca di nuovi e più complessi sistemi elettronici; sono in avanzato studio altre innovazioni, nei servizi di cassa e nel decentramento di compiti alle filiali.

Miglioramenti sono stati ricercati nell'organizzazione del personale. Anche in seguito agli accordi conclusi lo scorso anno con le rappresentanze sindacali, è stato definito un quadro completo di relazioni negoziali e informative e sono state apportate modifiche all'ordinamento delle carriere, per accrescere la qualificazione funzionale delle singole posizioni e per rendere più stretta la correlazione tra grado, responsabilità e retribuzione.

L'evoluzione di questi aspetti gestionali ha suggerito mutamenti all'organigramma dei Servizi centrali, tenendo conto del rilievo crescente che assumono i metodi di programmazione e di formazione.

Al personale dell'Istituto, al quale mi lega una consuetudine di lavoro maturata in un'intera vita professionale, esprimo un vivo, affettuoso ringra-

ziamento per l'impegno dimostrato. Esso interpreta e rafforza uno stile che è patrimonio della Banca e del Paese, secondo il quale l'efficacia degli atti, nel governo della moneta, si nutre anche di discrezione.

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

Nel corso del 1980 l'economia internazionale ha dapprima mostrato uno sviluppo assai ridotto e poi una flessione, sia pure contenuta. Ovunque, agli effetti recessivi determinati dal secondo *shock* petrolifero si sono sommati quelli delle politiche economiche restrittive.

La crescita del prodotto interno lordo nei paesi dell'OCSE è passata all'1,3 per cento dal 3,5 nel 1979. I disoccupati, pari al 5,1 per cento delle forze di lavoro nel quarto trimestre del 1979, hanno superato il 6 alla fine dell'anno passato, raggiungendo i 23 milioni; essi sono ancora aumentati nella prima parte del 1981.

All'esplosione dei prezzi del greggio nel 1973-74 avevano fatto seguito una forte dinamica dei salari nominali e una crescita del tasso di risparmio personale. Alla contrazione dei profitti e dei consumi, in presenza di politiche monetarie generalmente restrittive, le imprese avevano reagito riducendo sensibilmente le scorte e gli investimenti fissi. Erano seguite misure fiscali espansive volte ad attenuare l'incidenza negativa sulla produzione dell'aumento del prezzo del petrolio.

In questa seconda crisi, la risposta salariale è stata moderata; a essa si è accompagnata una diminuzione del tasso di risparmio, mentre le politiche economiche hanno concentrato gli sforzi nel contenere le ripercussioni secondarie sui costi e sui prezzi.

Alla moderazione salariale ha contribuito la convinzione che si va diffondendo tra le parti sociali della necessità di accettare il trasferimento reale connesso con l'accresciuto onere petrolifero, rinunciando a richieste compensative della lievitazione dei prezzi direttamente determinata dall'aumento del costo dell'energia. In alcuni dei paesi dove esistono congegni di scala mobile, interventi di controllo dei redditi ne hanno neutralizzato in parte l'operare.

Il contenimento dei costi interni ha permesso che, nell'intera area dell'OCSE, nonostante l'impatto del prezzo del petrolio, l'incremento del deflatore dei consumi, dopo aver raggiunto un massimo del 12 per cento nella prima metà del 1980, scendesse al 10,5 nel secondo semestre. Prima della nuova crisi petrolifera le retribuzioni medie per addetto stavano crescendo del 9

per cento l'anno e il deflatore dei consumi del 7; nella seconda metà del 1980, le retribuzioni sono aumentate dell'11 per cento, come i prezzi al consumo.

I costi in termini di disoccupazione e di inflazione sono stati minori in quei paesi dove le politiche volte a rallentare la crescita degli aggregati monetari e creditizi hanno operato congiuntamente a indirizzi concertati tra le parti sociali e a una contrattazione collettiva più centralizzata.

La tenuta dei consumi e degli investimenti produttivi, insieme con il fatto che il ciclo delle scorte è stato assai meno ampio che nella prima crisi petrolifera, ha reso la flessione produttiva meno acuta che nel 1974-75, nonostante il minore sfasamento congiunturale tra i vari paesi.

Già nei primi mesi del 1980 si sono mossi verso la recessione Regno Unito, Canada e Stati Uniti; in questi ultimi il mutamento ciclico è avvenuto con un ritardo di quasi un anno rispetto alle generali previsioni. In Giappone, Italia, Francia e nella Germania federale l'espansione è continuata durante il primo semestre. In quello successivo, la flessione ha interessato tutti i principali paesi, con l'eccezione del Giappone e del Canada. Nei primi mesi dell'anno in corso l'economia mondiale ha mostrato una ripresa della crescita, sostenuta principalmente dagli Stati Uniti e dal Giappone.

È peraltro incerta l'incidenza nel breve termine della politica economica americana. La nuova Amministrazione ha definito un indirizzo di medio periodo in base al quale la diminuzione del ruolo del settore pubblico deve avvenire stimolando l'iniziativa e il risparmio privati e riducendo le forme di regolamentazione esistenti. Sarebbero così sollecitati l'accumulazione produttiva e lo sviluppo, rendendo nel contempo meno necessari gli interventi pubblici in favore dei settori in difficoltà. Sul fronte monetario, la decelerazione degli aggregati assicurerebbe il progressivo calo dell'inflazione.

Nell'immediato, il peso della stabilizzazione ricade principalmente sulla politica monetaria. Poiché la domanda di credito stenta a decelerare, gli obiettivi quantitativi della Riserva federale stanno comportando tassi d'interesse elevati e crescenti. Ciò costringe i paesi europei alla dura alternativa tra accettare una maggiore inflazione attraverso il cambio o perseguire politiche monetarie più restrittive di quanto necessario per motivi interni.

Anche se le politiche economiche si dimostreranno attente all'esigenza di evitare una nuova contrazione produttiva, l'orizzonte mostra, ancor più che negli anni recenti, margini angusti per lo sviluppo della domanda interna e dell'occupazione nei paesi a forte dipendenza energetica. I vincoli risulteranno viepiù stringenti per quelle economie che tarderanno nel sollecitare la

ricerca di maggiore efficienza, di più elevata produttività e di ampliamento e riqualificazione della capacità produttiva.

Il commercio internazionale ha svolto nel 1980 un ruolo di trasmissione più che di amplificazione del ciclo. La decelerazione, dal 6,5 all'1,5 per cento, nella crescita del volume delle merci scambiate è dipesa in larga misura dalla flessione di circa il 10 per cento delle esportazioni di petrolio, che si erano invece accresciute del 3,5 nel 1979. In particolare, le importazioni di greggio dei paesi industriali si sono contratte del 14 per cento, con una punta del 20 negli Stati Uniti.

Cadute nel volume delle importazioni complessive, comprese tra il 5 e l'8 per cento, sono state registrate negli Stati Uniti, Giappone, Canada e Regno Unito. I primi due paesi, per effetto dei precedenti deprezzamenti delle proprie monete, hanno inoltre mostrato una dinamica eccezionale delle esportazioni con aumenti in volume pari, rispettivamente, all'8 e al 18 per cento. Il Regno Unito, pur subendo perdite di quota nei manufatti, ha tratto vantaggio dall'accresciuta produzione di petrolio. Principalmente in seguito a questi movimenti, il Regno Unito e gli Stati Uniti sono tornati a un avanzo corrente, il Canada si è avvicinato al pareggio, mentre l'aumento del saldo negativo in Giappone è risultato di dimensioni relativamente contenute.

Il deterioramento delle partite correnti dei principali paesi industriali si è concentrato nella Germania federale, in Francia e in particolare in Italia, dove è ammontato a 15 miliardi di dollari. In termini assoluti, ma non rispetto al prodotto interno, il più ampio saldo negativo è stato quello della Germania federale che ha raggiunto 16 miliardi, triplicandosi rispetto al 1979. In Francia il disavanzo è stato di 7 miliardi, a fronte dell'avanzo di 1 miliardo nel 1979.

Questi mutamenti sono avvenuti sebbene i più forti peggioramenti in valore assoluto dei saldi energetici siano stati registrati dagli Stati Uniti e dal Giappone, dove il passivo è salito di 15 e 20 miliardi di dollari rispettivamente, raggiungendo in entrambi i casi circa 70 miliardi. L'aumento del disavanzo energetico è stato dell'ordine di 10 miliardi nella Germania federale e in Francia e di 8 nel nostro paese.

L'aggravamento del disavanzo tedesco, il conseguimento di un saldo positivo da parte degli Stati Uniti e del Regno Unito, i nuovi orientamenti della politica monetaria in questi due paesi hanno inciso sui rapporti tra le principali monete, sugli schemi di riciclaggio, sui canali di creazione e di assorbimento della liquidità internazionale.

L'ascesa dei tassi d'interesse era principiata nel 1979 nella Germania federale; nel 1980 e nell'anno in corso il rigido controllo degli aggregati monetari perseguito dalla Riserva federale ha portato a tassi nominali inusitati e fortemente variabili sulle attività finanziarie in dollari. A essi hanno corrisposto livelli elevati anche nei tassi reali; questi ultimi, sulle attività in marchi, hanno addirittura sopravanzato quelli in dollari, nonostante l'evoluzione economica progressivamente cedente.

Nei movimenti internazionali di capitali a breve termine, l'attenzione degli operatori si rivolge ai differenziali dei tassi nominali e alle loro variazioni, tenendo conto degli andamenti attesi del tasso di cambio nel periodo di detenzione dei fondi. Nel 1980 le posizioni relative, in atto e in prospettiva, delle partite correnti negli Stati Uniti e nella Germania federale rendevano scarsamente plausibile l'ipotesi di un deprezzamento del dollaro nei confronti del marco. Gli operatori quindi hanno preferito l'investimento in attività denominate nella moneta americana, spingendone verso l'alto il valore esterno. Il favore con cui sono state accolte le linee programmatiche di politica economica del nuovo presidente ha accentuato l'ascesa del dollaro.

Il deprezzamento del marco nei confronti del dollaro statunitense, ma anche del dollaro canadese, della sterlina e dello yen, può essere apparso alle autorità della Germania federale, almeno entro certi limiti, come un costo da sostenere per recuperare margini di competitività; nei confronti di queste quattro monete, dall'inizio del 1980 a oggi, la variazione è stata del 25-30 per cento e non potrà non esplicare effetti rilevanti sulla configurazione dei saldi correnti.

Nel febbraio scorso l'esigenza di contrastare l'inflazione importata ha indotto le autorità monetarie tedesche a dare preminenza alla difesa del valore esterno del marco rispetto al sostegno dell'attività produttiva. Una rarefazione del credito di ultima istanza ha provocato sensibili aumenti dei tassi d'interesse: il rapporto di cambio con dollaro si è temporaneamente stabilizzato. All'aumento dei tassi tedeschi sono seguiti analoghi movimenti in tutt'i i principali paesi industriali, con l'eccezione del Giappone. Nel periodo più recente, nonostante la decelerazione dell'inflazione, che misurata sui prezzi al consumo è oggi intorno al 10 per cento, i tassi statunitensi hanno segnato nuovi rialzi: quello primario ha toccato il 20,5 per cento. Ciò ha determinato ulteriori rafforzamenti del dollaro e l'accentuazione degli orientamenti restrittivi negli altri paesi.

Rincorse dei tassi d'interesse non possono che ritardare la ripresa e renderla più fragile: anche sotto questo profilo l'assegnamento preminente, che

viene fatto attualmente sulle politiche monetarie per piegare l'inflazione, rivela i suoi pesanti costi.

Nonostante l'ampiezza dell'avanzo dell'OPEC, salito da 65 a 120 miliardi di dollari, il processo di riciclaggio è avvenuto senza gravi tensioni, anche in seguito alla distribuzione dei disavanzi tra i paesi industriali. In particolare, il ricorso a forme di finanziamento diretto presso paesi dell'OPEC, complessivamente per il controvalore di oltre 10 miliardi di dollari, da parte della Germania federale, del Giappone e, in misura minore, della Svizzera ha alleggerito la pressione sui mercati privati internazionali, confermando al tempo stesso l'evoluzione verso un sistema con più monete di riserva, che comprende anche unità composite come il DSP e l'ECU. Questo nuovo assetto non è necessariamente instabile. Ma i problemi di gestione risultano acuiti e richiedono un più complesso processo di coordinamento delle politiche monetarie dei principali paesi.

Il finanziamento netto degli squilibri delle bilance dei pagamenti da parte degli organismi ufficiali si è ampliato da 13 miliardi di dollari nel 1979 a 20 nel 1980, soprattutto per l'azione del Fondo monetario internazionale in favore dei paesi in via di sviluppo. Il totale dei flussi creditizi netti intermediati dai mercati è viceversa rimasto sostanzialmente invariato intorno a 150 miliardi.

I paesi in via di sviluppo hanno continuato ad aumentare l'indebitamento netto anche sul mercato; tuttavia, essi hanno dovuto fare ricorso crescente a rapporti diretti con singole istituzioni creditizie, piuttosto che con consorzi di banche, e subire inasprimenti delle maggiorazioni e delle commissioni; alcuni hanno accettato una contrazione delle riserve lorde detenute presso gli euromercati. Sono, questi, precisi segnali di tensione che inducono a una maggiore sorveglianza sulle operazioni bancarie internazionali, per prevenire un'eccessiva concentrazione dei rischi.

Le difficoltà appaiono rilevanti soprattutto in prospettiva: quelle dovute al rincaro del petrolio e alla stagnazione del commercio internazionale si sommano a quelle derivanti dalla stessa forza del dollaro e dagli elevati tassi. Tra il 1979 e il 1980 i dodici principali paesi in via di sviluppo hanno visto globalmente aumentare la fattura petrolifera da 14 a 39 miliardi di dollari e il peso degli interessi da 7 a 18 miliardi. In alcune importanti economie gli interessi sui debiti in rapporto alle esportazioni hanno raggiunto valori compresi tra il 20 e il 35 per cento.

È necessario evitare che gli oneri finanziari divengano insostenibili. Sta in primo luogo agli stessi paesi meno prosperi adoperarsi per favorire l'aggiu-

stamento interno, anche assicurando condizioni più propizie per afflussi di investimenti diretti. Un ruolo fondamentale non può non competere ai paesi dell'OPEC, che stanno peraltro aumentando notevolmente gli aiuti e i finanziamenti a quelli a più basso reddito. Alla medesima responsabilità non devono sottrarsi, sebbene in disavanzo, gli stessi paesi industriali, mantenendo in particolare un volume adeguato di aiuti rivolti a sollecitare il processo di rafforzamento delle strutture economiche, direttamente o per il tramite delle istituzioni multilaterali.

Gli organismi internazionali hanno già imboccato la strada volta a fornire un sostegno più incisivo, più durevole e più attento all'evoluzione della capacità di offerta, soprattutto nel campo energetico, pur confermando l'impegno a conservare la loro vocazione primaria, che nel caso del Fondo monetario è quella di sorvegliare le politiche economiche e gli squilibri esterni di tutti i paesi aderenti, nonché i processi di creazione della liquidità internazionale.

Sebbene eventuali ricorsi ai mercati da parte del Fondo non debbano essere preclusi, è opportuno che essi siano mantenuti entro proporzioni che non snaturino la struttura della sua provvista basata sulle quote. È preferibile perseguire la via dei finanziamenti diretti al Fondo da parte dei paesi membri: i recenti accordi con le autorità monetarie saudite e con un gruppo di banche centrali dei paesi industriali rappresentano un passo significativo nella giusta direzione.

Nel secondo anno dello SME le monete legate dai meccanismi di intervento hanno mostrato un elevato grado di coesione, favorito dalla tendenziale debolezza del marco rispetto al dollaro. Peraltro, l'effetto di convergenza sulla dinamica dei prezzi è stato sopraffatto dalle differenti propensioni all'inflazione nei vari paesi e i mutamenti nelle posizioni competitive sono stati significativi. Queste modificazioni sono state accentuate dalla diversa importanza delle monete esterne nell'interscambio dei singoli paesi.

La sterlina, che fa parte dello SME ma non è legata all'accordo di cambio, sostenuta dal differenziale dei tassi di interesse e dall'avanzo corrente, si è apprezzata del 30 per cento tra la fine del 1979 e il gennaio 1981 nei confronti delle altre monete comunitarie; successivamente, con l'inversione del differenziale dei tassi, ha accusato una flessione, mantenendo tuttavia un apprezzamento del 27 per cento rispetto alla fine del 1979. Poiché l'inflazione, pur cedendo, è rimasta al di sopra della media degli altri paesi industriali, la perdita di competitività del Regno Unito è risultata superiore all'apprezzamento effettivo della sterlina.

Tra le valute vincolate dall'accordo di cambio, la lira ha mostrato i movimenti più accentuati, in termini di tassi di cambio nominali, in direzione opposta a quella della sterlina.

A partire dal 20 febbraio, dopo la decisione della Deutsche Bundesbank di intensificare l'indirizzo restrittivo, il marco si rafforzava, ritornando nella fascia superiore del sistema, e spingeva oltre la soglia inferiore di divergenza la lira, i cui margini bilaterali disponibili nei confronti del marco e del franco francese si assottigliavano a circa l'1,5 per cento. La nostra valuta diveniva vulnerabile ad attacchi speculativi. Poiché l'andamento delle variabili di fondo non rendeva plausibile che essa si risollevasse dalla soglia di divergenza, il necessario spazio di manovra veniva ricreato riducendo i tassi di cambio centrali nello SME del 6 per cento. Il deprezzamento della lira sul mercato, seguito alla modifica delle parità, risultava contenuto nei confronti delle monete legate dagli accordi di cambio, commisurandosi ieri a meno del 2 per cento.

Tutte le restanti monete del sistema hanno mostrato modeste fluttuazioni bilaterali e miglioramenti, sia pur diversificati, nelle posizioni competitive. Fino alla primavera di quest'anno, il franco francese è sempre rimasto nella parte superiore della fascia di oscillazione, mentre il franco belga ha permanentemente occupato quella inferiore: spesso le due monete hanno raggiunto i limiti bilaterali contrapposti dando luogo a interventi per importi notevoli. Il marco tedesco ha riflesso specularmente le fasi di forza del dollaro: sono stati effettuati rilevanti acquisti a sostegno sia contro dollari, sia contro monete comunitarie. Nelle ultime settimane, in concomitanza con le elezioni in Francia, il franco è stato sottoposto a forti pressioni, che hanno portato a severe misure di restrizione valutaria e monetaria: in particolare, i tassi a breve sono saliti al 22 per cento. Il marco, pur debole rispetto al dollaro, è rimasto l'unica moneta del meccanismo di cambio stabilmente in divergenza verso l'alto.

Nel complesso, nei primi cinque mesi di quest'anno, il sommarsi di pressioni esterne alle difficoltà interne ha determinato forti tensioni nello SME.

Al di là dell'esigenza di un più stretto coordinamento delle politiche economiche tra i paesi aderenti e di un sostegno più efficace sia del bilancio sia degli altri strumenti finanziari comunitari, che andrebbero rafforzati nel ruolo e nelle dimensioni, la coesione del sistema risente della mancanza e di una politica comune nei confronti del dollaro e di comportamenti concordati con le autorità monetarie statunitensi. Queste peraltro hanno recentemente manifestato la volontà di astenersi, nel quadro del

nuovo orientamento della politica economica, da interventi sui mercati dei cambi, salvo che in circostanze eccezionali.

La risoluzione del Consiglio europeo istitutiva dello SME sosteneva la necessità, successivamente riaffermata dai Capi di stato e di governo, di consolidare gli schemi iniziali sulla base di un preciso assetto istituzionale, con la creazione di un Fondo monetario europeo, atto a sostenere il processo di stabilizzazione monetaria.

La tenuta e il rafforzamento dello SME potranno difficilmente prescindere dalla costituzione di un Fondo in grado di valorizzare l'ECU come mezzo di riserva e di regolamento, di assicurarne l'esistenza in forme meno precarie e di prevederne una creazione collegata alle esigenze effettive di liquidità. Ciò implica un salto qualitativo che sarà possibile compiere solo col sostegno di una decisa volontà politica. Quest'ultima deve applicarsi non solo e non tanto alla soluzione dei problemi istituzionali, ma soprattutto a provocare comportamenti conformi agli impegni assunti all'atto del varo del Sistema. Occorrerà in primo luogo una maggiore determinazione nel controllare le spinte autonome all'inflazione da parte dei paesi che, come il nostro, più sono lontani dalla stabilità.

### **La congiuntura in Italia.**

La moderata espansione dell'economia italiana, seguita alla recessione del 1977, è sfociata tra il giugno del 1979 e l'aprile del 1980 in una crescita della domanda interna che non ha l'eguale nell'ultimo ventennio. La successiva svolta ha aperto una breve fase di declino della produzione, verso livelli più elevati di quelli anteriori alla fase espansiva.

Anche l'inflazione ha avuto un'impennata nei sei mesi precedenti il punto di massimo del ciclo; al suo inasprirsi hanno concorso la dinamica dei costi, soprattutto di quelli dell'energia, le pressioni della domanda, l'acuirsi di strozzature d'offerta settoriali. Al rallentamento nei trimestri centrali del 1980 è seguita una nuova accelerazione a un ritmo di oltre il 20 per cento l'anno.

L'inversione congiunturale nel nostro paese è avvenuta con un ritardo di alcuni mesi rispetto alle previsioni e alle altre principali economie industriali; il vigore della domanda interna è stato molto maggiore. In tempi brevi si è passati da un largo avanzo a un ancor più largo disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti.

A uscire dalla recessione, nel corso del 1978, avevano sospinto, dapprima, le esportazioni e, poi, i consumi privati. Questi ultimi proseguivano la crescita nella prima metà del 1979, sostenuti dall'aumento del reddito disponibile, che sopravanzavano successivamente nel ritmo di sviluppo. La dinamica delle esportazioni e dei consumi innescava nella seconda metà del 1979 una forte ripresa degli investimenti, soprattutto in macchine e attrezzature. Nel primo trimestre del 1980, il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria segnalava il diffondersi di una condizione di eccesso di domanda. Per nove mesi, dall'inizio dell'accelerazione della fase espansiva, il prodotto interno lordo aumentava a un tasso annuo del 10 per cento. La domanda interna era ancora su valori massimi nel secondo trimestre: l'incremento rispetto a un anno prima è risultato del 10 per cento nel totale, del 6 nei consumi privati e del 26 negli investimenti in macchine e attrezzature.

L'inversione del ciclo è stata preannunciata dalla flessione del volume delle esportazioni nel primo trimestre. In ragione dei ritardi con cui le modifiche dei prezzi relativi agiscono sui flussi di commercio, gli effetti della perdita di competitività, ininterrotta dalla metà del 1979, sono stati particolarmente intensi nella fase espansiva e, al di là di essa, sino all'estate. La minore capacità di inserimento sui mercati esteri si rifletteva nella riduzione della quota delle merci italiane sul commercio mondiale di manufatti, esso stesso in diminuzione dalla primavera. All'iniziale impulso recessivo proveniente dalla componente estera, si aggiungeva il contenimento della crescita dei consumi operato dal drenaggio fiscale automatico e dal peggioramento delle ragioni di scambio. Gli investimenti fissi mostravano una relativa tenuta, regredendo, del 3 per cento, solo nel terzo trimestre. L'accumulo di scorte di prodotti finiti subiva un'interruzione nell'estate: la caduta dell'attività produttiva in quel periodo può essere il segno di una maggiore prontezza che le imprese, approfittando della possibilità di prolungare la pausa per le ferie, hanno mostrato nell'adeguare i piani di produzione ai cedimenti della domanda, in ciò spinte anche dalla minore disponibilità di credito e dal suo crescente costo reale.

Nei mesi centrali dell'anno, nonostante la minore pressione sulla capacità produttiva e la pausa nell'ascesa dei prezzi internazionali dei prodotti primari, l'inflazione e il disavanzo esterno persistevano su valori elevati, pur con qualche attenuazione. L'intento di correggere la composizione della domanda e di favorire l'affermarsi di una tendenza alla stabilizzazione suggeriva i provvedimenti del 3 luglio, che aumentavano il prelievo sui consumi, riducevano gli oneri sociali delle imprese, detassavano gli interessi sulle obbligazioni di nuova emissione. Quei provvedimenti dovevano essere ripresentati,

con alcune modifiche, in agosto; decadevano alla fine di settembre; venivano riproposti e definitivamente approvati nei tre mesi successivi.

In giugno e in agosto, la Banca d'Italia respingeva attacchi al valore esterno della lira. Alla fine di settembre misure monetarie e valutarie restrittive evitavano che aspettative destabilizzanti si innestassero sul passivo della bilancia corrente e su una crisi di governo che aveva avuto origine proprio dai temi della conduzione dell'economia.

L'inflazione tornava ad accelerare. Nel quarto trimestre si aveva così piena la percezione nell'andamento dell'economia della netta cesura seguita alla svolta ciclica: il passaggio a una fase di ristagno con rinnovata inflazione.

A impedire che i prezzi si avviassero verso il sentiero desiderato concorrevano dall'autunno l'ascesa del dollaro. Soprattutto, la nuova dilatazione della spesa e del disavanzo pubblici, al di là degli effetti diretti, dava un'immagine di permissività che suscitava l'attesa di ulteriori rialzi dei prezzi e disordinate rincorse nei redditi. Ma anche misure idonee a evitare l'ampliarsi dei disavanzi pubblici e l'estensione delle aree di perdita, quali gli aumenti delle tariffe, dei prezzi amministrati e delle imposte indirette, concentravano in quei mesi il loro immediato impatto inflazionistico.

Si chiudeva così un biennio nel quale la crescita del prodotto interno lordo e dei consumi privati, in termini reali, ha sfiorato il 10 per cento, quella degli investimenti in macchine e attrezzature il 30, quella della domanda interna il 13: sono tassi due o tre volte superiori a quelli registrati nell'area dell'OCSE. L'economia italiana ha sopravanzato nel ritmo di sviluppo del reddito e della stessa occupazione gli altri paesi, ma ne ha pagato il prezzo in termini di scompensamento esterno e di inflazione.

L'aumento del prezzo all'importazione del petrolio, del 175 per cento a dicembre 1980 rispetto a novembre 1978, non ha tagliato la punta del ciclo, ma ha dispiegato gravi conseguenze sull'inflazione e sui conti con l'estero. Agli effetti d'impatto e a quelli indiretti del maggior costo del petrolio sono dovuti circa un terzo dell'aumento del deflatore del valore aggiunto industriale e circa un quarto di quello dei consumi privati, pari, nella media del 1980, rispettivamente, al 18 e al 20 per cento.

Il peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti, cominciato nel terzo trimestre del 1979, si è commisurato, tra i due anni, al 5 per cento del prodotto lordo; esso è per quasi due terzi contabilmente ascrivibile all'aumento del disavanzo petrolifero, a sua volta dovuto per intero ai prezzi, essendo le quantità importate diminuite. Al maggior costo del greggio, e più in generale allo sfavorevole andamento delle ragioni di scambio, si sono som-

mate, nel 1980, una caduta del 5 per cento delle quantità esportate e una crescita del 7 di quelle importate. Le hanno determinate principalmente il vigore della domanda interna, rispetto sia a quella estera sia alla capacità produttiva disponibile, e il calo della competitività; quest'ultimo è stato del 2 per cento nel 1979 e del 4 nel 1980.

Già prima della fine dello scorso anno, il livello della domanda interna relativamente sostenuto, l'andamento recessivo dell'economia mondiale, l'ascesa del dollaro e l'ulteriore peggioramento delle ragioni di scambio avevano impedito, in assenza di significativi apporti della competitività di prezzo, un'attenuazione dello squilibrio esterno. La richiesta di credito era tornata ad aumentare ed era stata soddisfatta, sia pure a costi crescenti, utilizzando l'elasticità del massimale e soprattutto, tra le esenzioni, quella degli impieghi in valuta. In relazione a tali elementi, alla fine di gennaio 1981 la Banca annunciava il rinnovo del massimale in anticipo e con condizioni più restrittive.

Nei primi mesi dell'anno la situazione non ha accennato a migliorare. La spirale alimentata, nel corso del 1980, da politiche di prezzo in molti casi attente soprattutto ai margini di profitto di breve periodo, da meccanismi di indicizzazione che trasmettono e amplificano le spinte inflattive, da una spesa pubblica in espansione, mostrava di avvitarsi nel pullulare di richieste settoriali di maggiori redditi, in comportamenti speculativi sui mercati dei cambi, dei titoli e delle merci. La posizione della lira nello SME cedeva sino alla soglia di divergenza.

Questo quadro, deteriorato nella realtà presente e preoccupante in prospettiva, induceva a sollecitare un complesso articolato di misure stabilizzatrici che operassero in tre direzioni: la spesa pubblica corrente, la dinamica dei redditi monetari, l'offerta di credito.

Maturavano così le decisioni del 22 marzo. Il Governo dichiarava l'impegno di tagliare il disavanzo, apriva una pausa di riflessione nelle contrattazioni salariali per i pubblici dipendenti, invitava a una moderazione nella dinamica dei redditi nel settore privato. Il tasso di sconto veniva portato dal 16,5 al 19 per cento e la riserva obbligatoria marginale dal 15,75 al 20 per cento. La parità della lira nello SME veniva modificata per difendere dalla speculazione la nostra moneta, riportandone la quotazione al centro della fascia di oscillazione.

La traduzione operativa degli intendimenti dichiarati è tardata, consumando il margine guadagnato con le misure di pronto intervento, valutarie e monetarie, che sottintendevano il seguito sollecito di una più ampia e decisa manovra economica. Solo in coincidenza con l'apertura della nuova crisi di

governo sono stati approvati, con decreto legge, provvedimenti di riduzione del disavanzo. Si è dovuto ricorrere a un'ulteriore misura di emergenza, istituendo un deposito del 30 per cento, infruttifero e vincolato per 90 giorni, sui pagamenti verso l'estero.

La bilancia commerciale, in disavanzo di 19.000 miliardi di lire nel 1980, gravata per il 1981 dal peso aggiuntivo di circa 4 miliardi di dollari per i soli aumenti già intervenuti nelle quotazioni del petrolio, non riesce ad avviare il necessario processo di compensazione. Le importazioni complessive mostrano una riduzione delle quantità, ma il modesto miglioramento è più che vanificato dall'apprezzamento del dollaro. Le esportazioni stentano ad accrescersi in un quadro internazionale di domanda debole. Nel primo trimestre il disavanzo commerciale è stato di circa 5.000 miliardi, a fronte dei 3.800 dello stesso periodo dell'anno precedente. Nei primi quattro mesi le partite correnti valutarie hanno raggiunto un saldo negativo pari a oltre la metà di quello dell'intero 1980.

Questi dati indicano con crudezza quale sia la dimensione del mutamento nel rapporto tra la domanda interna e quella estera occorrente per avviare un processo di riequilibrio attraverso l'esportazione netta di risorse a compenso della perdita, avvenuta e in corso, nelle ragioni di scambio.

Sul livello della domanda interna continua a influire il fabbisogno di cassa del Tesoro, che da mesi si aggira sui 4.000 miliardi, contrastando gli effetti e le aspettative legati alla manovra monetaria e costringendo quest'ultima a una continua azione di riassorbimento della liquidità eccessiva. Le inchieste congiunturali effettuate presso le imprese all'inizio di aprile segnalano una ripresa del flusso degli ordinativi e attese di andamenti della produzione non cedenti, mentre la domanda di impieghi bancari non accenna a rallentare. L'inflazione persiste su tassi annui dell'ordine del 20 per cento, consolidando il differenziale con gli altri paesi. Nel settore manifatturiero, la crescita dei costi unitari di produzione tende a eccedere quella dei prezzi finali.

Questa preoccupante evoluzione è in parte dovuta all'aggravarsi di cause esterne; ma proprio da questa constatazione deve nascere la consapevolezza della stringente necessità di più decisi comportamenti per quanto riguarda le variabili economiche che è nel potere del Paese controllare.

La rapidità con cui l'espansione della domanda ha incontrato il tetto della capacità produttiva nei primi mesi del 1980; i sostenuti livelli dell'attività economica che hanno prevalso anche successivamente, nonostante le restrizioni creditizie; il persistere di un elevato disavanzo nei conti con l'estero anche

dopo il culmine del ciclo: tutto ciò può essere meglio compreso se, oltre che ai fattori congiunturali e agli impulsi esogeni interni e internazionali, si fa riferimento ad alcune condizioni di fondo del nostro apparato produttivo.

La crescita e l'ammodernamento della capacità avevano sofferto, dal 1974, del ristagno degli investimenti fissi, che ha rallentato la ristrutturazione richiesta dalle ampie modificazioni nei prezzi relativi e nella distribuzione del reddito e della ricchezza. In tale situazione, la fase espansiva degli investimenti è stata molto intensa: le imprese hanno incontrato presto il limite del pieno utilizzo degli impianti disponibili e la spinta ad ampliare la capacità si è aggiunta alla necessità di adottare tecniche più coerenti con la nuova struttura dei prezzi e dei costi.

Al risveglio degli investimenti le imprese sono giunte con strutture finanziarie deteriorate. Nel decennio 1969-1978, l'indebitamento era aumentato sino a sfiorare il 60 per cento dei fondi amministrati, e il peso dei debiti a breve si era accresciuto dal 37 al 44 per cento del totale. La quota dei ricavi destinata al pagamento degli oneri finanziari, pari al 3 per cento nel 1973, era raddoppiata nel 1978 con punte del 12 in alcuni comparti.

Movendo da siffatte condizioni, le esigenze di accumulazione potevano essere soddisfatte solo contrastando la tendenza al peggioramento dei rapporti finanziari di bilancio. Alla normale e prevalente relazione, che lega profitti e investimenti secondo un nesso causale che va dai primi ai secondi, se ne è sovrapposta un'altra dettata dalla necessità, per le imprese che più avvertivano l'urgenza della ristrutturazione, di recuperare margini di utile per contenere il rischio finanziario. Probabilmente, aspettative di deprezzamento del cambio hanno reso meno attente le imprese esposte ai pericoli di perdita di quote sui mercati, nel presupposto di poter rapidamente compensare la minore competitività.

Nell'industria manifatturiera i profitti lordi hanno beneficiato sia dell'espansione delle vendite sia di un tasso di incremento dei prezzi di produzione del 19 per cento, eccedente di poco quello dei costi unitari complessivi. All'interno di questi ultimi, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato, sempre nella media dell'anno, del 14 per cento, tenendo conto degli effetti della fiscalizzazione aggiuntiva degli oneri sociali: il costo per dipendente è infatti cresciuto del 21 per cento e la produttività del lavoro del 6.

L'urgenza degli investimenti di ristrutturazione, troppo a lungo rinviati, e il più alto autofinanziamento richiesto per la loro realizzazione hanno ridotto la sensibilità delle imprese all'elevato costo del credito imposto dalla politica monetaria.

L'intensificarsi degli investimenti ha coinciso con l'emergere di preoccupanti fenomeni di consumismo, antinomici con il superamento delle difficoltà presenti. Il prolungato svilimento del potere d'acquisto interno della moneta, accompagnandosi a una struttura per più versi distorta dei prezzi relativi dei prodotti e dei beni patrimoniali e al recupero di ritardi nel rinnovo della dotazione di beni di consumo durevoli, si è riflesso sulla propensione al consumo delle famiglie, salita del 4,5 per cento tra il 1978 e il 1980. La rivalutazione della componente reale della ricchezza può avere più che compensato la svalutazione della componente finanziaria, sollecitando al consumo. Soprattutto, i tempi dei processi di apprendimento e di reazione dei consumatori, di fronte al persistere e all'accentuarsi del fenomeno inflazionistico, si sono accorciati. Il radicarsi dell'inflazione rischia di far venir meno l'alta propensione media al risparmio delle famiglie italiane.

L'intreccio tra andamenti congiunturali e carenze di fondo, oltre che nel processo di accumulazione, si è manifestato nell'interscambio con l'estero di manufatti.

Il contenuto di importazioni della spesa per beni di investimento, nel nostro paese da sempre elevato, è stato accentuato dalla rallentata crescita del potenziale produttivo nel 1975-78, che aveva interessato soprattutto il settore dei beni capitali. Inoltre, la domanda mondiale si è orientata verso i beni di investimento, piuttosto che di consumo e, all'interno dei secondi, verso prodotti diversi da quelli cosiddetti maturi, quali i tessili e l'abbigliamento, tradizionale appannaggio degli esportatori italiani. In questi ultimi settori, poi, si è acuita la concorrenza dei paesi in via di sviluppo, soprattutto dell'Estremo Oriente.

I dati di tendenza mostrano che, a differenza di altri paesi industriali, l'Italia ha accentuato la specializzazione nei settori maturi, per i quali più conta la competitività di prezzo. Questo orientamento genera il pericolo di scivolare nel gruppo delle economie di secondo rango, poco presenti nei settori di punta e incalzate dai paesi di nuova industrializzazione, che si avvalgono di mano d'opera a buon mercato e non protetta da estese legislazioni sociali.

L'intensità dell'accumulazione di capitale costituisce l'eredità più apprezzabile del ciclo espansivo dell'ultimo biennio ed è un presupposto del recupero di capacità competitiva, il cui manifestarsi è legato a una maggiore flessibilità nell'impiego dei fattori, quale frutto di miglioramenti nelle relazioni industriali e di interventi di politica economica.

## **Il governo della moneta e del cambio.**

In una situazione in cui sia l'evoluzione spontanea del ciclo internazionale sia le politiche economiche dei principali paesi determinavano tendenze alla caduta degli scambi, il contenimento della domanda interna e il mantenimento di una sostanziale stabilità del valore esterno della lira rappresentavano la via obbligata per resistere alle spinte sui prezzi. La volontà di piegare l'inflazione; la consapevolezza che la difesa del cambio sarebbe divenuta più ardua, qualora il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti avesse assunto dimensioni rilevanti; l'intento di superare in tempi brevi le difficoltà congiunturali, così da concentrare le risorse del Paese verso il rafforzamento della struttura produttiva: era a queste coordinate che la politica economica andava riferita.

La finalità di contenere la domanda aggregata, salvaguardando gli investimenti e le esportazioni, avrebbe dovuto suggerire misure che limitassero il disavanzo del settore pubblico, aggiungendosi agli effetti automatici provocati dall'espansione in atto del reddito nominale, e riducessero la crescita dei costi delle imprese e del reddito disponibile delle famiglie.

Viceversa, a mano a mano che la lievitazione del gettito tendeva a contrarre il disavanzo, venivano decisi aumenti di spese e riduzioni di entrate che annullavano in larga misura gli effetti di stabilizzazione automatici. Nel dicembre del 1979 la scala mobile per i dipendenti pubblici era stata resa trimestrale; nel febbraio del 1980 i trattamenti pensionistici venivano migliorati; in aprile si accrescevano le detrazioni dell'Irpef e gli assegni familiari; si consentiva che nell'anno si concentrassero i pagamenti di arretrati e di anticipi connessi con i nuovi contratti dei dipendenti pubblici. Nell'intero anno la spesa aumentava del 26 per cento e il fabbisogno complessivo del settore pubblico allargato, rispetto al prodotto lordo, restava sui livelli del 1979.

La manovra fiscale decisa ai primi di luglio si moveva nella giusta direzione, ma le vicende che l'accompagnavano ne vanificavano in parte le finalità, con riflessi negativi sui prezzi.

I provvedimenti assunti nel 1980 cominciavano a esplicitare i loro effetti sul bilancio, determinando un onere netto di circa 6.000 miliardi, nel secondo semestre, allorché il rapporto tra disavanzo pubblico e prodotto toccava i valori più elevati dell'ultimo quinquennio. Sul finire dell'anno e nei primi mesi del 1981, oltre alla definizione del contratto dei dipendenti pubblici per il 1979-1981, sono stati decisi o concordati con le organizzazioni sindacali altri interventi con effetti espansivi: tra questi, la quadrimestralizzazione della scala mobile sulle pensioni, nuove detrazioni e aliquote dell'Irpef,

il rinnovo delle convenzioni con il personale sanitario. I problemi della bilancia dei pagamenti e dell'inflazione divenivano quindi più acuti, anche per i negativi effetti d'annuncio.

La politica monetaria aveva assunto un orientamento restrittivo già nell'ultimo trimestre del 1979 con l'aumento di 4,5 punti del tasso di sconto e con il rinnovo del massimale, che stabiliva nell'11 per cento la crescita su base annua degli impieghi bancari sottoposti a controllo sino a luglio 1980.

I tassi d'interesse si innalzavano, con particolare rapidità nel comparto a breve. Quelli sugli impieghi bancari salivano dal 17,5 al 22 per cento tra gli inizi di ottobre 1979 e l'aprile 1980. Un aumento ancor più rapido avrebbe rischiato di provocare squilibri nel sistema finanziario e soprattutto in quello delle imprese, caratterizzato da rapporti di indebitamento alti e molto diversificati.

Il superamento dei limiti all'espansione degli impieghi nell'autunno del 1979 e nei primi mesi del 1980, fino a un massimo di circa 4.000 miliardi in gennaio, ha assecondato la produzione e gli investimenti, ma ha concorso ad aggravare il processo inflazionistico e il disavanzo dei conti con l'estero. Pertanto, l'azione di controllo indiretto esercitata attraverso le riserve delle banche e l'innalzamento dei tassi d'interesse veniva integrata rafforzando i controlli diretti con l'introduzione, in marzo, del deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale.

All'elevazione e alla modifica della struttura dei tassi ha fatto riscontro nel primo semestre uno spostamento del pubblico verso i BOT, sottoscritti per 13.300 miliardi, a scapito soprattutto dei depositi, ma anche dei titoli a medio termine. Le aziende di credito hanno registrato nello stesso periodo una diminuzione della raccolta di 2.300 miliardi. Dinanzi a un fenomeno non nuovo, sebbene mai realizzatosi in misura così rilevante, e in presenza di una forte domanda di credito, il sistema bancario ha preferito reagire, più che con una rincorsa dei tassi passivi, riducendo i titoli del Tesoro nel proprio portafoglio per un ammontare che ha raggiunto i 7.700 miliardi; in tal modo esso ha potuto accrescere ben oltre il previsto i finanziamenti in lire esenti dal massimale.

Nei mesi centrali le difficoltà sul mercato dei cambi rendevano più complessi i compiti di stabilizzazione della politica monetaria. Alla fine di maggio la lira attraversava completamente la fascia ristretta dello SME. Nel giugno si manifestava un primo attacco alla nostra moneta: l'ampiezza del margine di oscillazione consentiva di assorbire in parte le pressioni attraverso un ulteriore slittamento del cambio di quasi il 2 per cento nei

confronti delle altre monete comunitarie. L'ondata speculativa veniva arrestata dal segnale di fermezza dato al mercato con l'anticipato rinnovo e l'inasprimento delle disposizioni sui massimali del credito. Il flusso dei capitali a breve si invertiva in luglio, consentendo di ricuperare riserve. Ma ad agosto nuove voci di svalutazione richiedevano rilevanti sostegni, che continuavano, sia pure in misura ridotta, in settembre.

All'indomani della crisi di governo, che comprometteva l'efficacia della manovra fiscale di luglio, il tasso ufficiale di sconto veniva innalzato di un punto e mezzo; venivano altresì assunte misure valutarie volte a contrastare movimenti di capitali di carattere speculativo.

Dopo il superamento della crisi, tra le opposte esigenze di finanziamento del disavanzo esterno e di contenimento del credito, si riteneva di dover attenuare la particolare rilevanza assegnata alla prima e si abrogavano in dicembre le restrizioni valutarie introdotte alla fine di settembre.

Anche per effetto dell'operare di quei vincoli, nell'ultimo trimestre l'indebitamento bancario verso l'estero si accresceva di 4.000 miliardi, consentendo di finanziare il saldo globale della bilancia dei pagamenti, negativo per 1.900 miliardi, e di aumentare le riserve. L'indebitamento netto verso l'estero del sistema bancario raggiungeva l'importo di 15.000 miliardi, più che raddoppiandosi rispetto alla fine del 1979.

Per il complesso dell'anno, la lettura congiunta dei dati relativi agli aggregati finanziari e ai tassi di interesse, in rapporto all'andamento del reddito e dei prezzi, indica il prevalere di condizioni restrittive della liquidità del sistema e sui mercati del credito, in particolare nei trimestri centrali.

Il tasso di crescita della base monetaria è stato del 13,6 per cento, press'a poco uguale a quello dell'anno precedente, nonostante la pressione esercitata dal fabbisogno del Tesoro; l'aumento di oltre 3 punti del tasso di interesse medio sui BOT ha concorso a modificare le preferenze di portafoglio del pubblico in favore dei titoli a breve e ha ridotto la domanda di base monetaria da parte delle banche.

Nella media dell'anno le attività finanziarie dell'economia, in relazione al prodotto lordo, sono diminuite del 5 per cento rispetto al 1979; di altrettanto sceso il rapporto di liquidità delle imprese; il tasso sugli impieghi bancari si innalzato di oltre 4 punti e alla fine dell'anno ha raggiunto il 23,5 per cento.

Il rapporto tra aumento del credito totale interno e prodotto lordo, che tra il 1978 e il 1979 si era abbassato dal 22,2 al 19,6 per cento, si è ulteriormente ridotto al 18,8. Il contenimento è stato particolarmente intenso fino al

terzo trimestre: nei dodici mesi terminanti a settembre il valore del rapporto era sceso al 16,2 per cento. Nell'ultimo trimestre l'espansione del disavanzo pubblico, in quel periodo pari alla metà del valore realizzato in tutto l'anno, e dei finanziamenti in valuta ha quasi raddoppiato il tasso di crescita del credito rispetto a quanto avvenuto nei nove mesi precedenti.

Anche qualora si faccia riferimento a un concetto più ampio di finanziamento, che includa i prestiti a medio termine dall'estero, le accettazioni bancarie e le azioni, resta confermata la diminuzione del rapporto fino a settembre, peraltro quasi interamente riassorbita dall'accelerazione del credito complessivo nel quarto trimestre.

Con il nuovo anno, le difficoltà risultavano accresciute; già dal tardo autunno del 1980, a mano a mano che le statistiche segnalavano l'aggravarsi del disavanzo commerciale nei conti con l'estero e il riacutizzarsi delle tensioni sui prezzi, veniva avvertita l'esigenza di rafforzare le restrizioni creditizie. Per la regolazione delle riserve bancarie si faceva ricorso per importi notevoli allo strumento delle vendite temporanee di titoli e alla tecnica dell'asta competitiva.

Alla fine di gennaio veniva annunciato il rinnovo del massimale sugli impieghi, stabilendo il blocco dei finanziamenti in valuta alle importazioni e l'estensione del vincolo alle esposizioni inferiori a 130 milioni. Le esenzioni erano state utilizzate al di là delle previsioni, consentendo l'aumento dei prestiti bancari anche in favore di imprese medio-grandi; ciò era avvenuto attraverso una diffusione della pratica dei fidi multipli spinta ben oltre i livelli fisiologici, che rischiava di deresponsabilizzare le banche nella selezione degli affidamenti.

Nei primi tre mesi del 1981 il fabbisogno statale ha raggiunto i 12.000 miliardi e la variazione del credito totale interno ha superato i 17.000; nello stesso periodo dell'anno precedente il disavanzo era stato pari a 4.000 miliardi e l'espansione creditizia complessiva di poco superiore a 7.000. Il fabbisogno è rimasto molto elevato anche negli ultimi due mesi.

Per contrastare gli effetti espansivi sulla liquidità e fronteggiare le difficoltà insorte sul mercato dei cambi, anche in relazione alle tensioni internazionali, si sono resi necessari, a marzo, l'aumento del tasso di sconto e del coefficiente della riserva obbligatoria e il 27 maggio l'introduzione del deposito infruttifero sui pagamenti verso l'estero.

Un maggiore controllo della creazione di base monetaria e un più rigoroso perseguimento degli obiettivi quantitativi per questa variabile, e per le riserve bancarie in particolare, potranno derivare dalla modifica del sistema

di finanziamento del Tesoro. Allora, la Banca d'Italia cesserà di assorbire alle aste tutti i BOT non collocati sul mercato, ma li acquisterà solo nella misura coerente con gli obiettivi della politica monetaria. Pertanto, il Tesoro cercherà, anche aumentando la frequenza delle aste, di reperire il finanziamento in contropartita con il mercato.

Siamo consapevoli dei problemi posti dalla coesistenza di metodi diretti e indiretti di controllo: a entrambi abbiamo apportato nell'anno trascorso modifiche intese a salvaguardare l'efficacia del loro congiunto operare in questa fase. I vincoli amministrativi producono i loro massimi effetti allorché sono introdotti o modificati; vengono poi logorati da forme di elusione, costose per gli intermediari, distorsive per il sistema economico, difficili da neutralizzare per le autorità.

Ma le attuali condizioni dell'economia e, in particolare, il permanere di attese di inflazione elevata e variabile, l'insufficienza delle politiche non monetarie, l'opportunità di contenere l'inasprimento dei tassi di interesse non consigliano per ora l'allentamento dei controlli amministrativi.

Il modesto aumento dei tassi sui depositi bancari, connesso anche con l'operare del massimale sui prestiti, ha concorso in misura rilevante a comprimere il rendimento nominale della ricchezza finanziaria assai al di sotto dell'inflazione: lo spostamento nella composizione della ricchezza in favore delle attività reali è stato solo in parte contrastato dal livello dei tassi d'interesse. Un risvolto positivo è stato il ritorno del risparmio verso il finanziamento diretto delle imprese, e in particolare al capitale di rischio, ma il volume della spesa e la domanda di beni rifugio sono aumentati.

Una più netta differenziazione delle categorie dei depositi in funzione della stabilità e della durata potrebbe mitigare la penalizzazione del risparmio finanziario e assicurare una maggiore trasparenza dei mercati. Vanno incoraggiati mutamenti nelle politiche delle banche atti a conseguire queste finalità.

L'esperienza fatta nel 1980 ha confermato che, quando è alta l'incertezza del mercato circa l'andamento futuro dei tassi, è difficile e può risultare inopportuno ostacolare lo spostamento verso i titoli a breve. Offrendoli, il disavanzo pubblico può essere coperto contenendo la creazione di base monetaria, anche se il grado di liquidità delle attività finanziarie resta elevato. Allorché il ripetersi di situazioni di instabilità consolida nei risparmiatori un'avversione nei confronti di strumenti finanziari estesi a un arco temporale ampio, la gamma di quelli a breve si allarga, esaltando le possibilità di sostituzione fra attività e riducendo il significato della crescita dei mezzi di pagamento quale indicatore della disponibilità di fondi.

In circostanze siffatte assumono particolare rilievo le politiche di finanziamento non monetario del fabbisogno pubblico e il prolungamento della durata del debito.

La revisione delle caratteristiche dei CCT emessi nel 1981, con la corrispondenza di una maggiorazione sui tassi a breve, si propone di favorire questo processo, e altresì di ridurre l'onere del servizio del debito nella fase di decelerazione dei prezzi. Occorre procedere lungo questa direzione, soprattutto nella prospettiva di poter contare su un mercato monetario ampio ed elastico: l'indicizzazione finanziaria potrà soddisfare le esigenze di mutuantici e mutuatari nell'odierna situazione di incertezza degli operatori sui tempi di rientro dell'inflazione, come dimostra l'espansione della raccolta a tasso variabile da parte degli istituti di credito speciale nel 1980.

Appare inopportuno il ricorso dello Stato alla tecnica tradizionale di emissioni a tasso fisso che vadano oltre il medio termine. Il rendimento assai elevato che dovrebbe essere corrisposto per superare le remore del pubblico potrebbe avere effetti negativi sulle attese di riduzione durevole dell'inflazione. Al manifestarsi poi di questa diminuzione, il servizio del debito risulterebbe eccessivamente oneroso.

D'altra parte, l'indicizzazione generalizzata del debito pubblico ai prezzi potrebbe apparire una resa al degrado monetario e una manifestazione dell'incapacità di eliminare o di attenuare nel nostro sistema i meccanismi che perpetuano e amplificano gli impulsi inflazionistici. Nel caso di indicizzazione del valore capitale si aggiungerebbe timore che il governo, allentandosi ulteriormente nell'immediato il vincolo del bilancio di cassa, possa incontrare ancor maggiori difficoltà nel resistere a spinte per altre spese.

In passato ci siamo espressi con favore circa emissioni obbligazionarie, da parte di istituzioni finanziarie, collegate nel valore capitale all'ECU, coerentemente con gli auspici di convergenza monetaria in Europa e di consolidamento della lira nello SME. Ma qualora a effettuarle fosse lo Stato, non si può sottovalutare il rischio che ciò appaia come abdicazione alla volontà di ricercare la stabilità della propria moneta. Neppure il ricorso al metodo dell'asta per emissioni così indicizzate potrebbe evitare scompensi nel mercato finanziario interno, a meno che i titoli non fossero riservati a ben determinati comparti.

Diverso sarebbe il caso ove l'introduzione di titoli pubblici ancorati all'ECU avvenisse in corrispondenza di misure di politica economica concordate con le parti sociali e volte ad affrontare i nodi strutturali dell'inflazione. Il riferimento all'ECU potrebbe costituire il suggello della sfida del paese e

del governo all'inflazione e dell'impegno a comportamenti pienamente coerenti con l'appartenenza allo SME.

In questo contesto si colloca altresì il tema della razionalizzazione dei diversi modi di tassazione delle attività finanziarie. Con un'inflazione che le corrode, il rendimento nominale spesso non consente una remunerazione reale, ma rappresenta un rimborso anticipato del capitale. Mutamenti nel regime fiscale, validi in condizioni di stabilità monetaria, inciderebbero sulla fiducia del risparmiatore, che occorre invece ristabilire.

Per il 1981 l'espansione del credito totale interno è programmata in 64.500 miliardi; in rapporto al prodotto dovrebbe scendere al 16,5 per cento. Anche i finanziamenti all'economia, inclusi i fondi ricevuti dal settore pubblico e dall'estero, dovrebbero ridursi di 2 punti percentuali in relazione al prodotto. Tali obiettivi si fondano sull'impegno, richiamato in recenti documenti governativi, che il fabbisogno interno del settore pubblico allargato non superi 37.500 miliardi: ciò impone, dati i risultati dei primi cinque mesi, una successiva forte riduzione.

Il perseguimento di questi obiettivi creditizi è indispensabile al ricupero della stabilità dei prezzi; ma, per avere successo, esso deve essere iscritto in un complesso di interventi sul bilancio pubblico, sull'allocazione delle risorse, sui redditi.

La manovra monetaria e creditizia può arginare e rallentare l'inflazione, non può stroncarla senza il contributo di modifiche profonde dei comportamenti collettivi. Se essa avrà un effetto determinante, non sarà quello di dispensare da tali modifiche, ma di farle precipitare in una società divenuta cosciente e persuasa della loro necessità.

Complemento di questa condotta monetaria restrittiva è l'azione volta a ridurre l'inflazione importata per il tramite della strategia del cambio, che trova peraltro limitazioni nelle fasi, come l'attuale, di forza del dollaro.

L'aver resistito alle spinte al ribasso della lira nello SME, nel quadro entro cui si erano determinate durante il 1980, oltre a contribuire direttamente al contenimento dell'inflazione, ha attivato nel sistema reazioni e comportamenti portatori essi stessi di una maggiore stabilità dei prezzi. Chiusa la prospettiva facile della svalutazione, in molte imprese, con il concorso di entrambe le parti sociali, è stata migliorata l'organizzazione produttiva per resistere alle spinte dei costi.

Ciò non significa che ci si debba precludere in ogni condizione provvedimenti formali di modifica delle parità all'interno dello SME. Il ricorso a

essi è coerente con le norme e lo spirito del sistema. È ciò che è accaduto il 22 marzo scorso. È stato un atto necessario, imposto dalla realtà; ma è la realtà amara di un insuccesso, che un'economia e una società efficienti avrebbero potuto risparmiarsi; si è riguadagnato spazio di manovra, ma ciò è avvenuto arretrando. Quello della svalutazione è stato un giorno di realismo; certamente non è stato un giorno fausto.

### **Aspetti dell'intervento pubblico nell'economia.**

L'ultimo decennio ha visto crescere ancora la somma delle domande sociali rivolte alle strutture pubbliche. È giunto a un punto di tensione il movimento che prese l'avvio dalla crisi degli anni trenta e che portò in tutti i paesi ad assegnare alla politica economica e sociale un ruolo centrale e permanente nel perseguimento dello sviluppo e del benessere. Si è offuscato il disegno, che pure a quel movimento era sotteso, di rafforzare e di stabilizzare le capacità accumulative del sistema, e il compito che esso prefigurava è scaduto spesso a sostegno passivo. In non pochi casi i trasferimenti alle famiglie hanno assunto natura di permanente sussidio più che di temporanea sostituzione di redditi mancanti; i contributi alle imprese hanno redistribuito valore aggiunto più che orientare gli investimenti e la loro localizzazione; l'aumento dell'occupazione nell'apparato pubblico è servito ad assorbire forze di lavoro più che a espandere la capacità di produrre servizi.

La rapidità con cui il rapporto tra la spesa pubblica e il reddito è salito e i livelli elevatissimi, in taluni paesi prossimi al 50 per cento, cui è pervenuto, testimoniano delle sollecitazioni alle quali le strutture pubbliche sono state sottoposte, dando luogo ad aspettative che, sotto l'incalzare delle richieste, non potevano non rivelarsi eccessive.

La consapevolezza del rilievo decisivo che la riallocazione delle risorse assume nella crisi attuale ha stentato a farsi strada. Essa è tuttavia cresciuta di recente, insieme con la convinzione che, oggi, nel momento della politica economica il compito principale è di accelerare lo svolgersi di quel processo, attraverso azioni che non estendano ulteriormente la presenza dello Stato nell'economia. L'opportunità che i cittadini rifuggano, o vengano dissuasi con misure positive, dall'atteggiamento secondo il quale lo Stato debba farsi carico in prima istanza di ogni esigenza; la necessità di evitare un'ipertrofia delle funzioni pubbliche, oltre quelle essenziali per il funzionamento di una

società; la preferenza per misure che additino soluzioni alla sfera privata, nel rispetto di un equilibrato rapporto con quella pubblica: sono queste le direttrici di un metodo volto ad aggredire la crisi alle sue radici piuttosto che a lenirne le conseguenze.

Nel nostro paese, la spesa pubblica si è accresciuta con particolare rapidità, in forme determinate dallo stesso stratificarsi di misure spesso disorganiche e talvolta tra loro contrastanti. La dimensione degli interventi necessari a promuovere indispensabili mutamenti nella struttura produttiva e nella composizione della domanda richiede scelte indilazionabili nell'uso della quota pubblica delle risorse, che non può essere ulteriormente ampliata. Il fatto che talora quegli interventi non potranno non assumere un carattere diretto impone moderazione nelle altre domande che la società rivolge allo Stato nonché uno sforzo inteso ad accrescere la capacità operativa delle strutture e l'efficacia dell'azione pubblica.

Il perseguimento di quest'ultima finalità esige sia la riconsiderazione sotto il profilo organizzativo dell'Amministrazione pubblica nella sua funzione di offrire servizi alla collettività, sia una maggiore dotazione di beni capitali. La quota degli investimenti sulla spesa pubblica complessiva in Italia è tra le più basse, ed è insufficiente ad alimentare il progresso tecnico all'interno degli apparati pubblici e a integrare l'accumulazione degli altri settori, accrescendone la produttività.

Ma investimenti maggiori non servirebbero, se non fossero accompagnati da un più rigoroso impegno per la minimizzazione dei costi e per il miglioramento delle prestazioni.

Sotto l'aspetto più strettamente economico, il criterio fondamentale resta quello di accentuare gli stimoli concorrenziali esterni al settore pubblico e di attivarne di analoghi al suo stesso interno. Condizione indispensabile perché ciò avvenga è che il vincolo di bilancio torni a operare come fattore di disciplina, sia sul piano regolamentare sia su quello deontologico. Una lunga tradizione ne aveva fatto la cerniera per tenere unite una società eterogenea e un'economia da sempre tentata di rifugiarsi nel sussidio.

Chiare priorità nelle scelte sono necessarie non solo per l'efficienza dell'Amministrazione pubblica nell'offerta dei servizi essenziali, ma altresì per la sua capacità di orientare la destinazione delle risorse nel resto del sistema.

I nessi che legano le varie attività economiche nonché la natura e l'acutezza peculiari dei problemi pongono al vertice della scala delle priorità il settore energetico e quello agricolo-alimentare. È soprattutto là che si manifestano carenze d'offerta, frenando lo sviluppo e gravando sulla

bilancia dei pagamenti. Ciò è avvenuto sin dagli inizi degli anni settanta; nel corso del decennio le limitazioni sono emerse a livelli sempre più lontani dal pieno utilizzo del potenziale produttivo dell'economia.

Il nostro paese non può, senza scivolare sul piano inclinato del protezionismo, continuare a sopportare nei suoi conti con l'estero i disavanzi di questi due comparti. Nell'agricoltura, i problemi presentano una manifesta rilevanza sociale, ove si consideri che circa un decimo della popolazione italiana vive di essa, e una complessa articolazione economica: dai rapporti all'interno di una CEE allargata, a quelli con l'industria trasformatrice; dalla distribuzione e commercializzazione del prodotto, alla dimensione delle unità produttive e alla diffusione del progresso tecnico. Solo un attacco coordinato sui diversi fronti può avviare a soluzione le difficoltà del settore.

Nel campo energetico gli indirizzi da attuare sono tracciati dalla tecnologia e dalla struttura dei costi delle diverse fonti. Nonostante l'abbassamento dell'elasticità dei consumi energetici al reddito negli ultimi anni, il potenziale di risparmio rimane non trascurabile. Alcuni risparmi possono realizzarsi ancora senza spese; altri richiedono rilevanti investimenti, insieme con ampie riconversioni negli assetti produttivi e nei modelli di consumo. Entrambi i tipi di economie vanno sollecitati e sostenuti con incentivi specifici, con un'appropriata regolamentazione, con modifiche dei prezzi relativi, con una migliore informazione.

La prospettiva di aumenti del consumo pro-capite, comparativamente basso, e la necessità di ridurre la dipendenza dall'estero non consentono di limitare lo sforzo al risparmio, ma richiedono di estenderlo al potenziamento dell'offerta interna. La via da seguire è indicata dalla esigenza di diversificazione delle fonti, tra le quali il petrolio tuttora rappresenta i due terzi del fabbisogno complessivo, e dai costi di produzione dell'energia ottenuta dalle centrali a olio combustibile, che superano della metà quelli dell'energia prodotta dal carbone e giungono a oltre il doppio di quelli dell'energia di derivazione nucleare.

In altri settori di base, tra i quali il chimico e il siderurgico, una condizione di crisi internazionale si intreccia con gli specifici problemi che travagliano in Italia la grande impresa: problemi di gestione, di relazioni industriali, di finanza, di ruolo in rapporto alla natura pubblica o privata.

Nella chimica quei fattori hanno prodotto effetti dirimenti, con la dissoluzione di alcuni importanti gruppi. La riagggregazione degli impianti secondo criteri di specializzazione presuppone la rigorosa valutazione delle possibilità di una loro gestione economica. Il nuovo assetto potrà essere reso più valido dal delinearsi di una più netta distinzione riguardo alla natura, pub-

blica o privata, dei due principali complessi produttivi. Le difficoltà interne hanno reso la siderurgia italiana, e in particolare quella a partecipazione statale, più vulnerabile alla crisi di mercato, nonostante la validità di una buona parte degli impianti.

Per ambedue i settori misure finanziarie, che assorbiranno risorse ingenti sottraendole ad altri usi, dovranno essere strettamente legate alla incisiva razionalizzazione degli apparati produttivi e al ripristino di condizioni operative che consentano di eliminare le rigidità nell'utilizzo dei fattori e di sottoporre a severe verifiche l'efficienza economica.

Più in generale, nell'intera questione delle imprese in crisi, alla quale da anni si applicano le forze politiche, sindacali, imprenditoriali e finanziarie, si sono sinora fatti progressi scarsi, rispetto ai costi sopportati, anche per la lentezza nel liberarsi da paralizzanti pregiudizi, quale quello di legare il salvataggio di un'impresa alla sua pubblicizzazione.

Il salvataggio pubblico di un'unità che il mercato condannerebbe al fallimento può trovare giustificazione in considerazioni di interesse generale ed è un intervento praticato anche in economie fortemente orientate verso il mercato. Il passaggio alla mano pubblica non è il necessario corollario dell'operazione. Esso non è l'unico modo per evitare la dispersione di risorse, che si ritenga utile mantenere combinate, salvaguardando il principio che l'imprenditore incapace sia allontanato dall'impresa e il proprietario e i creditori, secondo la natura delle rispettive posizioni, subiscano le conseguenze di rischi liberamente corsi. Il denaro della collettività è destinato al salvataggio non di loro, ma di ciò che può essere recuperato dell'avviamento dell'impresa e degli impianti. L'intervento può essere limitato al ripristino delle condizioni necessarie perché si trovi chi sia disposto ad assumere un nuovo rischio. Se non si trova, vorrà dire che occorre un'azione più incisiva per il risanamento dell'impresa o una decisione di taglio della capacità.

Queste riflessioni rispondono a un orientamento nascente da due presupposti: che il nostro sistema produttivo è caratterizzato da una presenza pubblica le cui dimensioni non hanno l'eguale tra i paesi dell'occidente e ci avvicinano alla soglia oltre la quale esso cesserebbe di essere un sistema di mercato; che è cresciuta la necessità di scelte collettive che influiscano sui comportamenti degli individui e delle imprese.

L'esperienza dell'Italia e di altri paesi induce alla conclusione che, fissate le priorità essenziali, l'efficacia degli interventi è in generale maggiore se essi sono volti a influire sulla struttura dell'offerta in modi indiretti, piuttosto che diretti. Invece di coartare con apparati amministrativi di comando-controllo le

scelte degli operatori, è preferibile agire sul flusso delle informazioni, sugli assetti istituzionali, sul sistema remore-incentivi che le determinano.

Aumentare l'efficienza interna dell'Amministrazione pubblica, fissare nette priorità nella politica allocativa, perfezionarne gli strumenti, sono linee da seguire avendo costantemente presente che, unico fra i grandi paesi industriali, l'Italia ha ancora, per una parte importante del proprio territorio, un'acuta esigenza di sviluppo. Quello del Mezzogiorno resta il problema centrale della società italiana. Il terremoto del 23 novembre lo ha riproposto in termini drammatici. La ricostruzione e lo sviluppo economico delle zone colpite della Campania e della Basilicata possono avviare una nuova tendenza, in cui l'azione dello Stato non si esaurisca nell'ampliare ulteriormente i trasferimenti pubblici. Resistendo alle comprensibili spinte settoriali e municipali, il fabbisogno finanziario va calcolato con estremo rigore, distinguendo nettamente le occorrenze per il ripianamento dei danni materiali da quelle per lo sviluppo. La ricostruzione, d'altra parte, deve essere coordinata con la strategia degli insediamenti produttivi, in relazione alle infrastrutture esistenti, e deve poter fare affidamento sull'imprenditoria sana, che va salvaguardata.

Le indicazioni e i principi qui richiamati hanno trovato nell'ultimo anno un grado di attuazione insufficiente rispetto all'urgenza dei problemi. Il Piano triennale manifesta la volontà di operare una svolta. In un quadro macroeconomico-strutturale che sotto il profilo metodologico prescinde dall'evoluzione ciclica della domanda, esso riafferma esigenze di riqualificazione del bilancio pubblico, mirando a ridurre il peso del disavanzo corrente e ad accrescere la quota della spesa in conto capitale. Sono, questi, due obiettivi intermedi da perseguire distintamente, all'interno di un vincolo di bilancio prefissato, escludendo ogni compensazione. Quelle esigenze coincidono in larga misura con l'altra, di modificare gli stessi meccanismi istituzionali e decisionali che, all'interno dell'Amministrazione pubblica, generano le spese meno essenziali o meno produttive. Tale modifica presuppone una pratica di allocazione delle risorse consistente nella netta definizione di priorità e nella diretta verifica dell'idoneità dei singoli programmi a realizzare gli obiettivi che si propongono.

### **Verso un migliore assetto del sistema creditizio.**

Nella formazione delle attività e passività finanziarie complessive il 1980 ha visto intensificarsi le spinte alla riduzione della quota che si riflette nei bilanci degli intermediari creditizi, in particolare di quelli bancari, e all'aumento di quella costituita dai rapporti diretti tra gli utilizzatori finali dei fondi e i risparmiatori.

In un sistema finanziario storicamente caratterizzato da un accentuato orientamento verso gli intermediari piuttosto che verso i mercati dei capitali in senso stretto, una tendenza alla crescita del peso relativo dei secondi può contribuire a rendere in via permanente più equilibrato, efficiente e solido l'intero assetto creditizio. È necessario però che la riduzione di quota degli intermediari, e in particolare delle aziende di credito, venga graduata in modo che la loro attività complessiva, il risultato di gestione e il grado di capitalizzazione se ne avvantaggino, così che il processo si attui in condizioni di piena stabilità.

Nell'anno trascorso e nei primi mesi del 1981 il fenomeno ha assunto ritmi talora troppo rapidi, sotto la spinta di fattori anche contingenti e per taluni aspetti preoccupanti. Dalla intermediazione in certo modo impropria effettuata dal settore pubblico hanno continuato a diffondersi pressioni a sostituire l'attività degli enti creditizi, spesso con conseguenze negative per l'allocatione delle risorse. Lo sviluppo degli istituti di credito speciale ha risentito degli ostacoli che un'inflazione elevata e variabile frapponne all'emissione di passività a medio e a lungo termine, della delicata fase di riassetto organizzativo e di ricambio dirigenziale, dell'attesa di chiarimenti nel quadro giuridico istituzionale. Anche in seguito alle maggiori possibilità di profitto tipiche di un anno, nel quale si è collocato il punto di svolta superiore del ciclo e l'indirizzo della politica monetaria è stato restrittivo, il margine di interesse delle aziende di credito è tornato dopo un quadriennio a elevarsi, concorrendo alla loro disintermediazione.

Si è conseguentemente riaperta la polemica sulle cosiddette rendite bancarie, alimentata da considerazioni di opposto segno. Sebbene il sistema creditizio italiano non sia particolarmente concentrato, nei diversi segmenti della sua attività e nel territorio sussistono condizioni non uniformi di concorrenza, segnalate da prezzi dei servizi e da saggi di profitto non livellati. D'altra parte, sul margine di interesse bancario si riflette la composizione degli attivi di bilancio, irrigidita dagli obblighi amministrativi che l'autorità monetaria è tuttora costretta a imporre: l'inasprimento del massimale sugli impieghi si è aggiunto al vincolo di portafoglio e alla remunerazione bassa e invariante delle riserve obbligatorie. Quest'ultima, soprattutto allorché la struttura dei tassi si innalza, determina, per il tramite delle banche, un trasferimento di risorse dalle famiglie e dalle imprese alle casse dello Stato. La stessa dinamica dei costi operativi, in un settore pur sempre ad alta intensità di lavoro, non può non risentire di un fenomeno inflattivo in cui la componente salariale è tendenzialmente rilevante. Lo scorso anno, a un notevole aumento dei costi bancari per dipendente non hanno corrisposto significativi e generalizzati guadagni di produttività.

Ma sul processo di disintermediazione hanno influito anche fattori positivi e di carattere non contingente. La concorrenza, cui il sistema degli intermediari finanziari italiani è esposto, si è accresciuta: i mercati monetari si sono ampliati e irrobustiti, sia nel comparto dei titoli pubblici sia in quelli delle accettazioni e dei crediti commerciali; il mercato azionario ha segnato una significativa ripresa di attività; i rapporti con il sistema finanziario internazionale si sono intensificati e il volume dei fondi affluiti dall'estero alle imprese italiane è stato particolarmente ampio. Lo stesso aumento del risultato di gestione delle aziende di credito è stato determinato anche dal diffondersi di comportamenti volti a massimizzare gli utili curando il vaglio del rischio, piuttosto che a ricercare la crescita dimensionale a ogni costo. Il fenomeno deve essere valutato favorevolmente sotto il profilo di una più attenta selezione dei fidi; inoltre, gli stessi accantonamenti e ammortamenti erano venuti contraendosi negli ultimi anni, mentre il grado di capitalizzazione delle aziende di credito italiane è pur sempre inferiore alla media internazionale.

Il rafforzamento degli assetti patrimoniali è stato opportunamente perseguito dagli istituti di credito speciale, in particolare da quelli per i quali era prioritario l'impegno di risolvere le esposizioni verso i settori in difficoltà strutturale. Esiti favorevoli sono stati ottenuti attraverso i risultati di gestione, l'apporto di nuovo capitale, l'ampliamento delle possibilità di impiego, la differenziazione delle forme di raccolta e la definizione, da parte della legge 784 del 1980, delle modalità di trasformazione dei crediti verso imprese dissestate in titoli pubblici, anche se infruttiferi.

Nel 1980, commisurata ai mezzi fiduciari, la capitalizzazione è salita dall'8,4 al 9,3 per cento per gli istituti di credito speciale e dal 4,1 al 4,6 per le aziende di credito. Il processo è continuato nei primi mesi del 1981, anche mercé gli apporti pubblici: in particolare, la legge 23 del febbraio scorso ha previsto conferimenti per 500 miliardi circa.

La decisione dello Stato di ricapitalizzare gli intermediari pubblici ha significato conferma della validità di una differenziata tipologia di imprenditori creditizi e ha risposto all'esigenza di valorizzare un elemento di sviluppo del sistema finanziario nella pluralità di intermediari in concorrenza. Rispettando questo dettato istituzionale, la struttura degli enti pubblici di credito va adeguata, nella consapevolezza che l'autonomia presuppone, e alimenta, l'efficienza, e che questa deve trovare espressione in moduli operativi e organizzativi i quali salvaguardino e potenzino la situazione patrimoniale.

L'azione degli operatori creditizi si integra con l'impegno della Banca d'Italia di individuare i fattori, anche organizzativi, che accrescono i costi dell'intermediazione. In adempimento di tale compito lo scorso anno in questa sede era stata affermata la necessità di correggere l'asimmetria tra intermediari privati e pubblici, apportando alla disciplina statutaria modifiche che arricchissero gli elementi d'impresa nei secondi e rendessero la loro gestione più aderente al principio della redditività. Questa impostazione è stata oggetto di approfondita riflessione alla luce del dibattito dottrinale, nell'intento di cogliere le implicazioni operative e le connessioni giuridiche delle possibili soluzioni organizzative.

L'orientamento che ne è scaturito è stato già posto dalla Vigilanza a base dell'esercizio delle competenze in materia di statuti e così recepito da alcuni intermediari pubblici, che ne hanno colto le favorevoli prospettive. Anche sul piano legislativo, la ricapitalizzazione di importanti enti bancari pubblici è stata collegata dalla legge 23 alla revisione dei loro assetti statutari, preoccupandosi, nel rinnovare la fiducia all'impresa, di trarre dall'esperienza acquisita dettami per i comportamenti futuri.

Natura dell'attività, disciplina degli apporti esterni ai mezzi patrimoniali, configurazione dei controlli interni sulla gestione: sono questi tre aspetti della banca avente personalità giuridica pubblica che richiedono di essere meglio qualificati.

L'oggetto sociale non può essere altro che l'intermediazione creditizia, e questo compito essenziale deve essere scolpito negli statuti: eliminare, nella definizione dell'operatività degli enti bancari pubblici, quei condizionamenti che risalgono a situazioni ormai superate e ne ostacolano l'attività serve a chiarire che sono consentiti solo comportamenti coerenti con i principi della redditività e della concorrenza.

Anche per gli istituti pubblici deve aprirsi l'accesso al mercato, per attrarre quel risparmio che intenda condividere il rischio dell'impresa bancaria, secondo schemi che non sottraggano l'ente al controllo pubblico di maggioranza, esercitato secondo le attuali forme di partecipazione, e quindi alla sua collocazione istituzionale. In alcuni casi il ricorso a moduli organizzativi prossimi alla società per azioni, già presenti nell'ordinamento bancario, permette di rivolgersi al mercato, con opportune clausole limitative, e di risolvere i problemi della rappresentanza del capitale di rischio negli organi di gestione. La conservazione di modelli differenziati, come quello vigente per le Casse di risparmio, impone la ricerca di strumenti per consentire apporti, esterni ai fondi di dota-

zione, mediante titoli negoziabili che incorporino anche forme di partecipazione ai risultati economici e al rischio dell'azienda, ma non alla sua conduzione.

L'organizzazione deve astringere la banca pubblica al rispetto dell'esigenza che siano espresse al suo interno valutazioni di convenienza sugli indirizzi della gestione e sui singoli negozi. L'efficacia complessiva della funzione di vigilanza è correlata in modo essenziale con il compimento continuo e puntuale di tali valutazioni da parte degli organi aziendali.

Non si può prescindere da una corretta distribuzione dei poteri tra gli organi di presidenza e di direzione delle aziende di credito. Le procedure pubbliche di nomina, ove lo scrutinio si compia tra persone professionalmente qualificate all'esercizio del credito, mirano a rendere effettiva quella corretta distribuzione.

Nell'anno decorso è stata rimossa la situazione anomala esistente in un gran numero di Casse di risparmio, i cui vertici risultavano vacanti o scaduti. Richiesto, in conformità dell'interpretazione delle norme data anche in sede parlamentare, di formulare proposte, ho presentato rose di nominativi, scelti secondo criteri eminentemente tecnici, al Ministro del Tesoro, che le ha prese a base delle proprie decisioni, sentito il Comitato del credito. Nei limitati casi in cui le autorità di governo hanno ritenuto di ricorrere ad altre candidature, si è evitata ogni commistione di procedure e ne è stata seguita una diversa, nella quale l'ufficio del Governatore è consistito nel fornire, come per i Monti di credito, un parere tecnico, vincolante allorché non fosse favorevole. Le nomine compiute, che hanno ottenuto l'approvazione del Parlamento, hanno sciolto nodi che si erano aggrovigliati nel tempo e hanno restituito pienezza di poteri ai consigli di amministrazione.

In una situazione di mercato che vede crescere, soprattutto sul piano internazionale, le sollecitazioni ad ampliare la gamma dei meccanismi di finanziamento dell'economia, l'organo di vigilanza deve sostenere l'evoluzione operativa degli intermediari creditizi, privati e pubblici, salvaguardandone la stabilità. Il problema, sotto l'aspetto più specifico delle partecipazioni assumibili dalle banche, è stato oggetto di una recente delibera del Comitato del credito con la quale si è precisato quadro delle acquisizioni possibili, stabilendo in linea di principio che gli investimenti azionari possono essere effettuati solo allorché siano diretti a favorire una migliore strutturazione del sistema creditizio e a incrementarne l'efficienza e l'economicità. In questo quadro, le aziende di credito possono assumere partecipazioni in altri enti creditizi ovvero in soggetti che gestiscono servizi

collaterali all'attività bancaria. Allo stesso scopo di rafforzare i confini entro i quali questa va mantenuta, le interessenze acquisite per il ricupero dei crediti dovranno essere alienate entro prestabiliti limiti temporali.

Condizioni più complesse e rischiose nei mercati internazionali ed esigenze di trasparenza hanno inoltre consigliato di vietare, con la medesima delibera, che le aziende di credito italiane assumano partecipazioni in società finanziarie estere. In relazione alla circostanza che gli stabilimenti di una banca con articolazione internazionale sono tenuti a conformare la propria condotta a regolamentazioni dissimili, è stato altresì stabilito che le autorizzazioni di insediamento all'estero per il tramite di affiliate tengano conto della diversa possibilità di acquisire i necessari elementi conoscitivi, nonché delle strutture di vigilanza operanti nei vari paesi.

Ai fini dell'accertamento della solvibilità aziendale, la tecnica più valida è quella del consolidamento dei conti, il cui impiego presuppone la circolazione delle informazioni, attraverso le frontiere, tra filiazioni e case madri, e sarà favorito dalle intese tra gli organi di vigilanza. In attesa che provvedimenti legislativi introducano il bilancio consolidato, la collaborazione delle banche dovrà essere data per fornire sin d'ora sistematiche informazioni sui rapporti finanziari con le loro controllate estere.

Nel settore del credito speciale l'obiettivo della ristrutturazione è stato perseguito, oltre che con il rafforzamento patrimoniale, ampliando l'ambito operativo degli istituti e le possibilità di frazionamento del rischio, e disponendo l'incorporazione dell'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità nel Crediop, al quale è stata riconosciuta una competenza istituzionale anche in materia di credito all'industria. Soprattutto, sono stati rivisti i modi del controllo di vigilanza nel settore, sottoponendo tutti gli istituti, in modo paritario, ai poteri conoscitivi, a quelli autorizzatori in materia di ampliamento dell'organizzazione territoriale, a quelli relativi alle sanzioni amministrative e alla liquidazione.

Il dibattito che si è svolto in varie sedi ha consentito utili approfondimenti sui limiti delle agevolazioni creditizie e sull'opportunità di affidare direttamente all'Amministrazione pubblica la gestione degli incentivi intesi a favorire gli investimenti industriali e a correggere lo sviluppo disuguale della nostra economia. Sono emersi tuttavia, in sede di formulazione di nuove normative, indirizzi che addirittura accrescono la responsabilità della gestione dei contributi pubblici da parte degli intermediari finanziari. Così, è quando si propone che la Cassa per il Mezzogiorno debba pronunciarsi sulla richiesta di contributo esclusivamente in base agli elementi insiti nel contratto di mu-

tuo. In tal modo, solo apparentemente viene rescisso il legame tra credito e sussidio, e il fatto che quest'ultimo non sia del tutto certo incide sulla valutazione della redditività dell'iniziativa e quindi sulle scelte degli enti creditizi.

Un indirizzo più rispettoso dei distinti ruoli dell'Amministrazione pubblica e degli intermediari finanziari è stato seguito dalla legge che disciplina gli interventi per la ricostruzione e lo sviluppo nei territori meridionali colpiti dal sisma. Essa ha previsto che i contributi alle imprese danneggiate siano determinati da uffici pubblici territorialmente competenti in modo che l'eventuale apporto creditizio avvenga a tasso ordinario.

L'accresciuto grado di capitalizzazione degli enti creditizi, le modifiche legislative per gli istituti di credito speciale, le nomine al vertice degli intermediari pubblici, le innovazioni in materia statutaria migliorano l'intermediazione, in una situazione economica delicata che richiede, nell'interesse del sistema produttivo, una maggiore solidità ed efficienza delle strutture finanziarie.

### *Signori Partecipanti,*

L'intento di esporre con completezza le recenti vicende economiche e di rendere conto dell'operato della Banca non avrà celato la tensione con la quale quelle vicende sono state vissute e la preoccupazione di fronte alle difficoltà della nostra economia, che gli accadimenti internazionali rendono più complesse.

1980, insieme con l'eredità positiva di una crescita degli investimenti sconosciuta da anni, e dei segni di un rinnovato impegno di imprenditori e lavoratori, ha lasciato una situazione grave per la moneta, bene di tutti, bene indispensabile all'esplicarsi dei legami economici e civili che ci congiungono in una società.

Non è più tollerabile un'inflazione, la cui componente di fondo continua a elevarsi e ci allontana dai paesi ai quali siamo uniti per storia e per cultura.

Un'inflazione da nove anni non inferiore al 10 per cento, da due intorno al 20, ha provocato non solo ingenti e ciechi trasferimenti di ricchezza e le inefficienze dovute all'incertezza e alla volatilità dei prezzi relativi; essa ha alterato l'essenza stessa della moneta, svuotandola in gran parte della sua funzione di riserva di valore, per lasciarle solo un'umiliata funzione di numerario e di mezzo di pagamento.

Una complessa economia di scambio non può vivere senza una misura di valore attendibile nel presente e per il futuro. Per sottrarsi all'inganno

di una moneta che si corrode in modo rapido e imprevedibile, essa adotta quale proprio metro, attraverso una molteplicità di pratiche e di istituti, l'insieme stesso dei beni e dei servizi che produce. In tali condizioni anche i successi della manovra monetaria tradizionale rischiano di risolversi in episodi tattici che non evitano la sconfitta strategica rappresentata dal consolidamento dell'inflazione.

Quando questo processo è in corso da anni, non è con l'attrito di una liquidità scarsa o di un cambio non accomodante che si ripristina l'equilibrio monetario. Il ritorno a una moneta stabile richiede un vero cambiamento di costituzione monetaria, che coinvolge la funzione della banca centrale, le procedure per le decisioni di spesa pubblica e quelle per la distribuzione del reddito.

Prima condizione è che il potere della creazione della moneta si eserciti in completa autonomia dai centri in cui si decide la spesa. Vi fu un tempo in cui questa esigenza si pose rispetto al sistema produttivo e fu allora che si precisarono la natura pubblicistica delle banche centrali e la separazione fra banca e impresa. Oggi quella esigenza deve esser soddisfatta soprattutto nei confronti del settore pubblico, liberando la banca centrale da una condizione che permette ai disavanzi di cassa di sollecitare una larghezza di creazione di liquidità non coerente con gli obiettivi di crescita della moneta.

Ciò impone il riesame dei modi attraverso i quali, nel nostro ordinamento, l'istituto di emissione finanzia il Tesoro: lo scoperto del conto corrente di tesoreria, la pratica dell'acquisto residuale dei buoni ordinari alle aste, la sottoscrizione di altri titoli emessi dallo Stato. In particolare è urgente che cessi l'assunzione da parte della Banca d'Italia dei BOT non aggiudicati alle aste.

Ma in una società democratica, in rapido mutamento, dove forte è l'aspirazione a un più alto tenore di vita, intensa la dialettica sociale, ancor diffusi e profondi gli squilibri, le pressioni alla creazione di liquidità spingono la moneta quasi fatalmente oltre la soglia della stabilità se non si pongono difese nelle aree stesse in cui si forma la domanda.

Seconda condizione sono perciò regole di procedura che collochino le grandi decisioni di spesa nella prospettiva dell'equilibrio monetario. Un fondamentale principio di libertà economica e politica vieta di sottrarre il contenuto di quelle decisioni alle scelte delle famiglie, delle imprese, dell'intera collettività espressa nel Parlamento e nel Governo. E l'esistenza stessa della moneta, potere d'acquisto non finalizzato, è espressione di questa libertà. Ma la società deve organizzarsi per impedire che le decisioni di spesa si compiano facendo preda di quel patrimonio comune che è la stabilità monetaria. Per far

ciò essa deve disciplinare i modi dello scegliere senza dettare alcun contenuto di scelta, così come altre norme stabiliscono i modi, e perciò stesso la possibilità, del muoversi senza comandare la meta.

Vi sono, certo, le decisioni individuali attraverso le quali il reddito si ripartisce fra risparmio e consumi, e questi si definiscono nella loro struttura.

Lo strumento fiscale può dare a quelle scelte gli indirizzi necessari per iscriverle in un coerente quadro di compatibilità. Ma assai più che nei bilanci familiari, la rottura dell'equilibrio monetario si determina nelle decisioni di spesa del settore pubblico e in quelle di distribuzione del reddito all'interno dell'impresa. È là che la relazione tra impieghi e risorse si tende fino a fare dell'aumento dei prezzi e della svalutazione dei debiti un necessario perverso strumento di ricomposizione.

Alle decisioni di spesa pubblica bisogna dare regole che costringano al rispetto sostanziale dell'obbligo di copertura. Un tempo, la coerenza tra la spesa, prerogativa del sovrano, e i tributi, sopportati dal popolo, era assicurata dalla dialettica fra esecutivo e parlamento. Divenuto sovrano il popolo, il vincolo di bilancio ha operato a lungo secondo la regola rigida del pareggio. Il venir meno di questo vincolo ha condotto le finanze pubbliche a una situazione in cui l'equilibrio economico non ha altro ancoraggio che la capacità di autogoverno della collettività. L'articolo 81 della Costituzione ha inteso rafforzare questa garanzia, ma l'attuazione che ne è stata fatta si è mostrata troppo spesso incapace di impedire che la spesa, invece di esercitare una attenta funzione stabilizzatrice, si affrancasse dal vincolo della copertura. Occorre ricercare e definire solennemente forme, quali ad esempio l'obbligo del pareggio fra le entrate e le uscite correnti, con le quali dare concreta attuazione al principio enunciato nella Costituzione.

Metodi e riferimenti sono necessari anche nelle decisioni di spesa delle imprese. Un'economia di trasformazione, che importa materie prime ed esporta manufatti a prezzi internazionali, ha quale principale fattore di costo da governare il lavoro, nella duplice componente del salario e della produttività. Questo governo il nostro ordinamento lo affida alle parti sociali, attraverso il sistema della contrattazione.

Per l'importanza degli effetti economici e monetari, per la vastità degli interessi coinvolti, per gli istituti di rappresentanza e di delega che vi operano, la contrattazione collettiva, nazionale e aziendale, è un vero momento di politica economica, comparabile a quello attraverso il quale si definisce la spesa del settore pubblico, e bisognoso come quello di criteri che impediscano la deriva verso l'instabilità monetaria.

Al pari di ogni esplicazione della libertà di iniziativa economica, la libertà di contrattazione non può non patire il limite dell'interesse generale. Oggi i meccanismi stessi della negoziazione, la frammentazione in diversi livelli, la mancata accettazione di riferimenti macroeconomici che operino come vincolo di compatibilità generale, rendono oltremodo difficile alle parti sociali l'assunzione di decisioni che significhino a un tempo scelta di equa distribuzione del reddito e rispetto della stabilità monetaria. Occorre ricercare e definire forme istituzionali attraverso le quali la negoziazione collettiva ritorni a essere strumento di governo della dinamica dei redditi e della condizione del lavoro anziché di distruzione della moneta.

Sempre minore affidamento dovrà farsi su automatismi che sviscerano la capacità delle parti di far incontrare le proprie volontà e si rivelano insensibili ai mutamenti delle condizioni economiche e di quelle sociali. Nei momenti di maggiore accelerazione del moto inflazionistico si è creduto di trovare un surrogato della stabilità nel ricorso all'indicizzazione; è proprio il suo diffondersi che sanziona e consolida la rovina della moneta.

La stabilità monetaria è un bene troppo prezioso e troppo fragile perché il fronte che lo difende possa essere indebolito assicurando a individui o a gruppi il salvacondotto di una protezione automatica, soprattutto quando essa sia frequente e indifferente all'origine degli impulsi inflazionistici.

Nel paese della Comunità che più di ogni altro ha saputo, in questi anni, mantenere stabili i prezzi, è sancito il divieto esplicito di ogni forma di indicizzazione, non solo nei contratti collettivi, ma anche nella forma di clausole che in contratti individuali aggancino a un qualsiasi indice le obbligazioni pecuniarie delle parti. Nello stesso paese quella stabilità, affermata e difesa, si esprime anche nella facoltà di muovere liberamente la moneta oltre i confini.

Autonomia della banca centrale, rafforzamento delle procedure di bilancio, codice della contrattazione collettiva sono presupposti del ritorno a una moneta stabile.

Ormai da dieci anni, rescisso anche il legame indiretto all'oro attraverso la convertibilità del dollaro e la fissità dei cambi, la lira, come le altre monete, è divenuta un bene ancor più immateriale e astratto, garantito nel suo valore da null'altro che dalla forza dell'economia e dalla capacità del corpo sociale di organizzarsi e di governare.

Uno statuto della moneta è indispensabile per la riconquista di un metro stabile di tutti i beni presenti e futuri e per garantirci dal rischio di ricadere verso assetti che non ci hanno aiutato a combattere l'inflazione, quando non l'hanno rafforzata.

Questi sono i problemi che la gravità e l'urgenza della situazione economica ci impongono di affrontare nella loro complessità e interezza. Il dibattito degli ultimi tempi indica che le scelte sono maturate negli animi e che già nell'immediato possono essere fatti passi concreti nelle direzioni indicate. Perché la sua efficacia non si disperda, quel dibattito deve tradursi oggi, urgentemente, in volontà di realizzazione. Più che affinamenti tecnici, occorre la capacità di liberarsi da pregiudizi, da diffidenze, da miope difesa di interessi particolari. E questa capacità ha la sua radice nella coscienza civile, ultimo insostituibile presidio di una moneta stabile così come di ogni altro ordinamento di una società libera e giusta.