

BANCA D'ITALIA

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

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1984

ANNO 1983 (XC)

CONSIDERAZIONI FINALI



BANCA D'ITALIA

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

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1984

ANNO 1983 (XC)

CONSIDERAZIONI FINALI



*Signori Partecipanti,*

la Relazione che Vi viene oggi presentata contiene alcune innovazioni: nel testo, alleggerito, anche per l'uscita del Bollettino economico, nelle parti descrittive e arricchito di nuove analisi e approfondimenti; nell'Appendice, riorganizzata con l'intento di farne, oltre che un complemento al corpo della Relazione, una più organica raccolta di dati sull'economia italiana e internazionale. Attraverso le pubblicazioni statistiche, di ricerca monografica, di interpretazione della congiuntura, di politica economica, la Banca dà conto del proprio operato e ottempera al dovere di rendere chiaro il valore, civile oltreché economico, della stabilità monetaria.

Anche nell'anno trascorso, i dirigenti e il personale della Banca, ai quali desidero rivolgere il mio ringraziamento, hanno adempiuto i propri compiti con costruttivo impegno. In una fase di cambiamenti che investono, insieme, gli aspetti organizzativi e la tecnologia, i metodi di lavoro devono ancor più rispondere a obiettivi di efficienza. Nell'amministrazione delle risorse umane è essenziale la ricerca, anche attraverso la dialettica con le Organizzazioni sindacali, della valorizzazione delle professionalità e, con essa, della crescita della produttività. Si ricollegano a questi indirizzi i piani di ampliamento delle potenzialità elaborative centrali, lo sviluppo di nuove procedure applicative, le iniziative dirette ad accrescere le capacità operative, di intervento e di analisi delle Filiali.

Presente nell'articolata realtà del Paese, la Banca è partecipe dell'azione con cui i poteri dello Stato contrastano i tentativi della criminalità organizzata di penetrare, lungo vie antiche e altre aperte da ingenti disponibilità finanziarie, nei meccanismi che producono e amministrano la ricchezza di tutti. In ogni sede istituzionale, secondo le regole stabilite dalla legge, la Banca dà il proprio apporto di conoscenze tecniche e di risorse professionali. Quale organo di vigilanza agisce perché all'interno degli intermediari bancari siano rafforzati i presidi istituzionali volti a prevenire l'infiltrazione di interessi di origine illecita. Si adopera affinché nel sistema creditizio divenga più efficace la ricerca degli elementi informativi richiesti, nelle forme prescritte, dagli organismi a cui spetta il difficile compito di perseguire i comportamenti criminosi.

## Aspetti e problemi dell'economia internazionale

Il 1983 ha visto l'impetuosa ripresa dell'economia americana, il suo diffondersi agli altri paesi industriali, il permanere di una condizione di ristagno nella maggior parte dei paesi del Terzo Mondo.

Negli Stati Uniti l'effetto espansivo del bilancio federale si è sommato, anche in seguito all'incremento reale della ricchezza finanziaria, a quello di una più elevata propensione al consumo e al risveglio della domanda di abitazioni; sono venuti meno i timori che la ripresa non potesse consolidarsi e interessare anche gli investimenti. Negli altri maggiori paesi industriali l'inversione ciclica è dipesa principalmente dall'espansione dei consumi. Il movimento, successivamente esteso alle altre componenti della domanda, è stato favorito dal forte aumento delle importazioni americane; i flussi commerciali all'interno dell'OCSE sono cresciuti a tassi più che doppi di quelli della domanda mondiale. Ad eccezione degli Stati Uniti e del Canada, non si sono ancora avuti riflessi positivi sul tasso di disoccupazione.

Nella seconda metà del 1982, la politica monetaria americana aveva consentito discese dei tassi d'interesse nominali e di quelli reali, rimasti peraltro elevati. Nel 1983, e ancora nei primi mesi di quest'anno, la mancata attuazione di misure per limitare il disavanzo di bilancio e lo sviluppo del reddito più rapido del previsto hanno indotto la Riserva federale a un controllo stringente degli aggregati monetari per prevenire il riaccendersi dell'inflazione; ne sono scaturite rinnovate tensioni sui tassi d'interesse. Nei paesi europei, il contenimento della creazione di moneta non è stato spinto al punto di evitare il deprezzamento del cambio rispetto al dollaro; la manovra di bilancio è risultata decisamente restrittiva nella Germania federale, dove l'attenzione continua ad appuntarsi sulla riduzione dello squilibrio strutturale. In Giappone è proseguita per il quinto anno consecutivo una linea di rigore del bilancio, che ha quasi dimezzato il fabbisogno finanziario del settore pubblico in rapporto al prodotto interno lordo, portandolo a meno del 3 per cento.

La cauta condotta della politica economica e, in diversi paesi, una perdurante moderazione salariale hanno consentito un'ulteriore decelerazione dell'inflazione: nello scorso marzo il tasso di aumento dei prezzi al consumo a distanza di dodici mesi nell'area dell'OCSE era pari al 5,8 per cento.

Importanti sono stati gli effetti dei movimenti del cambio sull'abbattimento dell'inflazione negli Stati Uniti; tra il 1980 e il 1983, l'apprezzamento del dollaro ha contribuito a ridurre l'inflazione americana in media di oltre un punto percentuale all'anno. Effetti di segno opposto si sono avuti nel

complesso dei paesi della CEE. Per ridurre i costi reali della disinflazione, diversi paesi europei sono ricorsi a forme di controllo dei redditi e di attenuazione delle indicizzazioni. In Giappone l'apprezzamento del cambio effettivo, la moderazione salariale e l'aumento della produttività hanno contribuito a contenere l'ascesa dei prezzi molto al di sotto di quella media delle economie industriali.

Nel 1983 i paesi del Terzo Mondo hanno continuato a subire i costi della crisi debitoria esplosa nell'estate dell'anno precedente, allorché furono colpiti simultaneamente dalla recessione mondiale, dal crollo dei prezzi delle loro esportazioni, dall'elevatezza dei tassi d'interesse e dalla forza del dollaro. La crisi venne resa più acuta, specie nell'America latina, dal declino dei finanziamenti esterni e da un esodo di capitali nazionali di vaste proporzioni. Una prima risposta è stata data contenendo drasticamente le importazioni, diminuite per i paesi non esportatori di petrolio di 60 miliardi di dollari negli ultimi due anni, si da dimezzare il disavanzo di parte corrente.

L'intreccio dei fattori avversi si è allentato. Le esportazioni di quei paesi sono cresciute in volume e in valore, dopo la brusca flessione del 1982; l'onere medio annuo del debito bancario è sceso di 2 punti percentuali nel corso del periodo 1982-83, nonostante l'aumento degli *spreads*. L'intervento congiunto del Fondo monetario internazionale e delle principali banche commerciali ha impedito il temuto crollo dei finanziamenti, assicurando, nel 1983, nuovi crediti per circa 25 miliardi di dollari e il rinvio di debiti per 40 miliardi.

Ma le ristrutturazioni del debito estero non hanno interessato la totalità dei paesi maggiormente indebitati e hanno solo rinviato di poco impegni onerosi, la cui nuova scadenza potrebbe coincidere con l'attenuarsi della ripresa mondiale. I recenti aumenti dei tassi di interesse nei mercati del dollaro, oltre ad aggravare nell'immediato le condizioni finanziarie dei paesi più indebitati, creano nuove difficoltà per i loro programmi di riequilibrio economico. Occorre un'azione concertata per mantenere continuità nell'afflusso di fondi, per affrontare il problema della ristrutturazione del debito in una prospettiva più lunga e per ridurre l'incertezza sulle condizioni del finanziamento, modulando gli interventi secondo la situazione dei singoli paesi debitori e i progressi da loro raggiunti nel risanamento interno ed esterno. Questi indirizzi richiedono che le banche creditrici, meglio coordinandosi, continuino ad assicurare il loro sostegno complessivo, e che il Fondo monetario internazionale prosegua la sorveglianza sui processi di riequilibrio e l'azione di finanziamento, nei limiti imposti dalla sua natura di istituto monetario. Soprattutto, deve essere intensificato l'apporto della

Banca mondiale, dell'IDA e delle banche regionali di sviluppo, il cui contributo al superamento della crisi è stato finora limitato dall'inadeguatezza delle risorse e delle procedure.

Le relazioni di cambio fra le principali aree monetarie sono state caratterizzate negli anni successivi al secondo *shock* petrolifero da forte instabilità, dovuta ai postumi della crisi, alla nuova impostazione della politica economica americana, allo sfasamento ciclico di importanti paesi europei. Il riassorbimento di alcuni di questi fattori di squilibrio non ha restituito ai cambi stabilità e aderenza agli andamenti di fondo delle economie.

L'apprezzamento del dollaro è avvenuto mentre si ampliavano i disavanzi dei pagamenti correnti e del bilancio federale, allontanando notevolmente la moneta americana da valori coerenti con le variazioni della parità dei poteri d'acquisto. Il differenziale dei tassi d'interesse reali può spiegare in parte l'andamento di fondo del dollaro, non i suoi movimenti di più breve periodo. L'accresciuta redditività degli investimenti negli Stati Uniti ha attratto capitali, contribuendo a elevare il valore esterno della moneta: hanno esaltato tali tendenze fattori non esclusivamente economici, quali il riguardare, nei momenti di più acuta tensione internazionale, l'economia americana come un sicuro rifugio.

Questo complesso di nessi causali costringe i paesi a cautela nella condotta monetaria e fiscale, anche perché non si affermano le istanze di convergenza e di compatibilità delle politiche economiche. Sono fonte di preoccupazione le possibili interazioni tra movimenti dei cambi, creazione di liquidità internazionale e inflazione mondiale. Se l'attuale forza del dollaro dovesse bruscamente venir meno, sarebbero massicce le modifiche dei portafogli, con conseguenze destabilizzanti per i mercati dei cambi. La liquidità internazionale non fluirebbe verso i paesi con disavanzo nei pagamenti, bensì verso gli altri centri a moneta di riserva, creando loro problemi di controllo monetario.

Nell'attuale fase del ciclo, l'evoluzione del reddito e dell'occupazione si presenta più favorevole negli Stati Uniti e in Giappone che nei paesi europei. Sulla prosecuzione della crescita non inflazionistica dell'economia americana gravano tuttavia i pericoli derivanti dall'elevato disavanzo pubblico, dallo squilibrio della bilancia corrente, dalle tensioni sui mercati monetari e finanziari.

In un confronto retrospettivo esteso a un più lungo periodo, pur tenendo conto dei limiti impliciti nella comparazione di realtà complesse ed eterogenee, elementi di debolezza relativa dell'Europa emergono nella capa-

cità di creare lavoro e di conquistare quote negli scambi di beni tecnologicamente avanzati.

Nel trascorso decennio, con lo stesso tasso di crescita del reddito e con un mercato del lavoro di dimensioni analoghe, ma con una più elevata dinamica nell'ingresso di nuove forze, gli Stati Uniti hanno creato quasi 15 milioni di posti di lavoro, mentre i paesi della Comunità europea hanno visto l'occupazione ridursi di oltre 3 milioni di unità. Negli Stati Uniti il 90 per cento dei nuovi occupati è affluito nelle attività terziarie private. Anche nei paesi europei le nuove occasioni d'occupazione sono state create nel settore terziario, ma per quasi la metà nel comparto pubblico.

In tutti i paesi industriali si è accresciuta la specializzazione nelle esportazioni di beni con elevato contenuto tecnologico: rispetto al 1970, sia per gli Stati Uniti sia per il Giappone la quota di tali beni sulle esportazioni complessive è cresciuta di 5 punti, per la CEE solo della metà; sul totale delle esportazioni dei paesi dell'OCSE i guadagni di quota sono stati appannaggio esclusivo del Giappone; gli Stati Uniti sono rimasti fermi; la CEE è arretrata.

L'economia europea non manca di dotazione di fattori, di iniziativa imprenditoriale, di bisogni da soddisfare. Ma la realizzazione delle potenzialità di crescita dipende dalla capacità di allentare le rigidità nell'impiego delle risorse, di ampliare l'orizzonte temporale delle scelte economiche, di orientare il risparmio verso gli investimenti produttivi, di accrescere l'impegno per la ricerca.

Dal 1960 a oggi la quantità di risparmio assorbita dal settore pubblico è considerevolmente cresciuta nei paesi dell'OCSE. La quota della spesa pubblica sul prodotto lordo è aumentata in media di 13 punti, raggiungendo il 42 per cento, con valori del 34 per cento in Giappone, del 38 negli Stati Uniti, del 52 nella CEE. La più rapida crescita della spesa sociale in Europa ha aumentato anche l'onere per contribuiti: all'inizio degli anni ottanta questi rappresentavano il 40 per cento del costo totale del lavoro nella CEE, contro il 27 negli Stati Uniti e il 15 per cento in Giappone.

Sulla Comunità pesano le barriere interne che ancora oggi ostacolano l'unificazione dei mercati: permangono disparità normative e di regime fiscale, restrizioni all'accesso in alcuni settori di attività, forme di protezionismo nelle commesse pubbliche e nei criteri di omologazione dei prodotti. Manca alle imprese europee la possibilità di operare in un vasto mercato integrato, di cui beneficiano quelle americane e, in una certa misura, quelle giapponesi nell'area del Pacifico. Ne risultano ostacolate la formazione di imprese di ampia dimensione e l'introduzione di nuove tecnologie. Si rafforza l'incentivo a sviluppare forme di cooperazione con imprese non euro-

pee, dalle quali si ha ragione di attendere un più vantaggioso apporto di tecniche produttive e di sbocchi.

Le difficoltà che travagliano l'Europa sono di natura istituzionale, oltreché economica, sociale e tecnologica. Due *shocks* petroliferi hanno reso l'obiettivo dell'integrazione secondario, agli occhi dei Governi, rispetto all'esigenza di gestire le conseguenze della crisi. Occorre ridare priorità a quell'obiettivo, nella certezza che solo così l'Europa potrà sostenere il confronto imposto dalle trasformazioni che i nostri maggiori concorrenti hanno impresso alle loro economie.

La creazione, cinque anni or sono, dello SME ha rappresentato un salto di qualità nella faticosa ricerca di un ordine monetario europeo. Il bilancio è positivo. Lo SME si è rivelato un valido strumento di armonizzazione delle politiche monetarie. Si è instaurata una prassi di collaborazione che è andata al di là di quanto implicito negli accordi. La variabilità delle quotazioni delle monete legate dai vincoli di cambio è stata nettamente inferiore a quella delle altre principali valute.

Recentemente ha ripreso vigore la tendenza a una maggiore integrazione finanziaria. Il segnale più evidente di questo risveglio è lo sviluppo del mercato privato dell'ECU, che non è solo indice della capacità di iniziativa degli intermediari europei, italiani in particolare, ma anche testimonianza della crescente domanda di un segno monetario per l'Europa. La maggiore stabilità dell'ECU rispetto alle oscillazioni delle valute che lo compongono e la diversificazione del rischio di cambio che esso offre sono qualità intrinseche, la cui importanza non è sfuggita anche a investitori istituzionali non europei.

L'affermazione dell'ECU sui mercati privati è un evento da molti non previsto. Occorre coglierne il significato e incoraggiare a livello ufficiale le tendenze spontanee del mercato sul piano operativo e su quello istituzionale. Si deve altresì operare per rafforzare i meccanismi e le intese dello SME, nella prospettiva della costituzione del Fondo monetario europeo.

Una maggiore integrazione finanziaria in seno all'Europa postula passi concreti, anche se gradualmente, sulla strada sia dell'armonizzazione delle strutture sia della liberalizzazione dei movimenti di capitali. La possibilità per le imprese europee di ampliare la dimensione aziendale, di effettuare gli investimenti necessari per la ricerca e di coordinarli, di introdurre nuove tecnologie richiede misure che promuovano la mobilitazione del capitale di rischio e di debito.

## La svolta ciclica nell'economia italiana

Nel 1983 la politica monetaria e del cambio ha operato nell'intento di frenare l'inflazione e di secondare una ripresa compatibile con lo stato dell'economia italiana. La gradualità seguita nella riduzione dei tassi d'interesse e l'uscita guidata dal massimale hanno permesso svolgimenti ordinati sui mercati monetari e finanziari ed evitato che allo stimolo delle esportazioni si aggiungesse prematuramente quello della domanda interna, con pregiudizio per il riequilibrio dei conti con l'estero e per il rallentamento dell'inflazione.

La crescita dei prezzi al consumo è diminuita nel corso dell'anno dal 16,1 al 12,6 per cento. Tuttavia nella media annua essa ha ecceduto di due punti l'obiettivo del 13 per cento fissato dal Governo nel settembre del 1982, mentre il differenziale dell'inflazione rispetto agli altri paesi della CEE è salito a otto punti percentuali. L'incremento dei prezzi in lire delle importazioni è stato del 5 per cento; nel settore privato il costo del lavoro è aumentato del 16,2 per cento e quello per unità di prodotto, in conseguenza di una diminuzione della produttività, del 17,5; i margini di profitto si sono ristretti, sia nell'industria sia nei servizi.

L'inversione ciclica è avvenuta a metà dell'anno, ma non ha evitato, nella media annua, una diminuzione dell'1,2 per cento del prodotto interno lordo e una caduta degli investimenti fissi. L'occupazione è rimasta pressoché stazionaria; il numero dei disoccupati, calcolato includendo i lavoratori in Cassa integrazione, è salito al 12 per cento dell'offerta di lavoro.

L'aumento delle esportazioni, superiore di oltre tre punti a quello delle importazioni, ha avviato e sostenuto la ripresa produttiva e ha contribuito, insieme con il miglioramento delle ragioni di scambio, a riportare in pareggio la bilancia dei pagamenti di parte corrente dopo tre anni di recessione e di disavanzi per complessivi 25.000 miliardi. La quota delle nostre esportazioni sul commercio mondiale è risalita dal 6,6 al 6,9 per cento. I movimenti di capitali a medio e a lungo termine hanno dato luogo a un saldo positivo per 600 milioni di dollari, con afflussi dovuti quasi esclusivamente ai prestiti pubblici. Le imprese hanno ottenuto crediti commerciali a breve dall'estero e finanziamenti in valuta dalle banche; la posizione debitoria netta sull'estero delle aziende di credito è passata da 10,6 a 12,9 miliardi di dollari tra la fine del 1982 e la fine del 1983. Le riserve ufficiali sono aumentate di 6 miliardi di dollari. La posizione finanziaria netta del Paese è rimasta immutata, con un passivo di 21 miliardi di dollari, escludendo la componente aurea delle riserve. Il valore esterno della lira è diminuito del 4,9 per cento in termini di

cambio effettivo: il deprezzamento è stato del 10,9 per cento nei confronti del dollaro e dell'1,8 rispetto alle monete dei paesi aderenti allo SME.

La combinazione fra inflazione ancora elevata e ridotta attività economica testimonia limiti e costi di un aggiustamento perseguito prevalentemente con lo strumento monetario.

Il fabbisogno statale è stato di 88.500 miliardi, superando di 17.500 il limite prefissato e salendo al 16,5 per cento del prodotto interno lordo. Il condizionamento che esso esercita sulla politica monetaria si è riflesso in una espansione del credito totale interno e delle attività finanziarie superiore ai valori programmati.

Il flusso dei finanziamenti al settore produttivo è risultato inferiore di 4.000 miliardi ai 38.000 previsti. L'incremento del credito totale interno è stato pari al 20,6 per cento della consistenza iniziale; in rapporto al prodotto interno lordo, esso è passato dal 21,3 al 22,3 per cento.

Sospinte dal debito pubblico, aumentato a un tasso doppio di quello del reddito, le attività finanziarie delle famiglie e delle imprese sono cresciute, come nel 1982, di oltre il 20 per cento; il rapporto con il prodotto è salito di 7 punti, raggiungendo il 119 per cento. È il valore più alto toccato nella serie statistica, che inizia dal 1960.

In queste condizioni, l'azione della Banca, svolta attraverso il contenimento della crescita della base monetaria e raccordandosi con la politica delle emissioni dei titoli pubblici, si è proposta di creare sul mercato una struttura dei tassi di interesse coerente con la necessità di collocare titoli fra il pubblico e di orientare le scelte verso le scadenze pluriennali piuttosto che verso quelle brevi.

La base monetaria è cresciuta del 13,3 per cento; le attività liquide del pubblico sono aumentate del 14,6 per cento. La quota dei titoli a medio e a lungo termine sul flusso di nuove attività è passata dal 14 al 36 per cento. La scadenza massima dei CCT offerti è stata portata a cinque anni in luglio e a sette in novembre; la vita media residua del debito pubblico, che era scesa a un minimo di undici mesi alla fine del 1981, è risalita a diciotto alla fine del 1983.

Come ricordammo in questa sede lo scorso anno, nei primi mesi del 1983 una inflazione ancora molto elevata e la necessità di ristabilire condizioni ordinate nel mercato dei titoli pubblici impedivano la diminuzione dei tassi d'interesse. Induceva alla prudenza anche l'attesa di modifiche delle parità centrali nello SME. Dopo il riallineamento di marzo, i segni di discesa dell'inflazione, il formarsi di favorevoli aspettative sulla lira e afflussi di ca-

pitali a breve termine consentivano la ripresa del movimento discendente dei tassi che aveva dovuto essere bruscamente invertito nell'autunno del 1982. In aprile il tasso di sconto veniva ridotto dal 18 al 17 per cento. Il tasso medio sui BOT, pari al 19,2 per cento alla fine del 1982 e rimasto appena al di sotto del 19 a febbraio, scendeva a giugno al 17,5 per cento.

Nello scorcio del primo semestre, con l'apparire di segni di risveglio dell'attività produttiva, le scelte dell'Istituto di emissione erano rese più difficili dalla presenza di concomitanti fattori di rischio. Il fabbisogno statale, che nella prima metà dell'anno era stato contenuto dagli effetti dei provvedimenti presi nel 1982 e all'inizio del 1983, si preannunciava di nuovo in espansione. I miglioramenti retributivi ottenuti dai dipendenti pubblici e l'imminente rinnovo dei contratti di lavoro nel settore privato facevano prevedere un aumento del reddito disponibile delle famiglie. Se un forte sviluppo dei consumi si fosse affiancato a quello appena avviato della domanda estera, ne sarebbero derivate ripercussioni immediate sulla bilancia dei pagamenti, mentre l'intento di ricostituire i margini di profitto nel settore manifatturiero si sarebbe tradotto in aumenti dei prezzi, invece che nella ricerca di guadagni di produttività. Tutto ciò suggeriva cautela nella conduzione della politica monetaria. Si decideva ugualmente di non rinnovare il massimale, affidando l'ordinata uscita dai controlli amministrativi a un'azione di sorveglianza sull'andamento degli impieghi bancari; la discesa dei tassi di interesse subiva una pausa.

Nel corso dell'estate aveva luogo l'inversione del ciclo. La svolta avveniva con una bilancia dei pagamenti di parte corrente appena in pareggio e con un'inflazione che, a distanza di dodici mesi, era ancora del 14 per cento per i prezzi al consumo e del 10 per quelli all'ingrosso dei manufatti.

L'aumento del fabbisogno statale e del reddito disponibile delle famiglie alimentava la spesa e la formazione di depositi bancari, i quali nel trimestre giugno-agosto aumentavano a tassi annui del 25 per cento, più che doppi di quelli dei primi cinque mesi dell'anno.

Le imprese operanti sui mercati di esportazione beneficiavano più delle altre dell'inversione congiunturale, valorizzando i progressi conseguiti con il rinnovo dei processi produttivi e dei prodotti. Nel terzo trimestre i livelli di attività superavano di oltre il 2 per cento quelli del trimestre precedente, sebbene la scelta delle imprese fosse di non adeguare completamente le quantità prodotte alla domanda. La crescita del fatturato eccedeva quella della produzione; si riduceva il magazzino di prodotti finiti. Il livello dei tassi bancari scoraggiava la ricostituzione delle scorte anche di materie prime. Gli impieghi bancari in lire aumentavano a tassi annui inferiori a quelli della produzione vendibile.

Alla fine di settembre il Governo presentava la manovra di politica economica per il 1984. Veniva ribadito che stabilità monetaria e ripresa produttiva sono finalità complementari, da perseguire attraverso una politica di bilancio, che apportasse correzioni sostanziali all'andamento tendenziale delle entrate e delle spese, una politica dei redditi, che rallentasse la dinamica delle retribuzioni nominali coerentemente con l'intento di ridurre l'inflazione al 10 per cento, una politica monetaria che operasse entro questo sistema di obiettivi e di strumenti.

Negli ultimi tre mesi dell'anno il prodotto lordo industriale aumentava, rispetto al trimestre precedente, dell'1,5 per cento, superando i livelli dei mesi finali del 1982. Tutte le componenti della domanda apparivano orientate, sia pure con diversa intensità, verso l'espansione. La ripresa nelle principali economie industriali accelerava; se ne avvantaggiavano le esportazioni, che dal terzo al quarto trimestre crescevano del 3,5 per cento. La bilancia dei pagamenti di parte corrente si manteneva in pareggio. La domanda di credito mostrava più decisi segni di risveglio. Nel settore industriale diminuiva l'incidenza degli oneri finanziari netti sul fatturato.

Continuava la flessione del tasso d'incremento dei prezzi al consumo. L'ulteriore rafforzamento del dollaro si rifletteva invece sui corsi in lire delle materie prime, arrestando la decelerazione dei prezzi ,all'ingrosso.

Sui mercati internazionali dei cambi, un temporaneo cedimento del dollaro all'inizio dell'autunno generava tensioni nel Sistema monetario europeo, che si riflettevano anche sulla lira. L'obiettivo di stabilità del cambio e la liquidità accumulata nel sistema economico nei mesi estivi imponevano di rendere più stretto il controllo delle riserve bancarie. In settembre venivano intensificate le vendite temporanee di titoli da parte della Banca d'Italia, con il conseguente aumento dei tassi d'interesse a breve. Il mantenimento di rendimenti elevati consentiva di aumentare l'offerta di CCT, contenendo la creazione di base monetaria per conto del Tesoro. La Banca d'Italia graduava la liquidità del sistema bancario attraverso anticipazioni a scadenza fissa; al netto dell'indebitamento con la banca centrale, le riserve libere delle aziende di credito scendevano in ottobre a livelli molto bassi.

La stretta di liquidità contribuiva a riportare lo sviluppo dei depositi bancari e della moneta in linea con gli obiettivi e concorreva, insieme con l'azione di sorveglianza sugli impieghi, a evitare che venissero soddisfatte punte di domanda di credito. Il collocamento di titoli pubblici consentiva il progressivo ampliamento di un margine sul conto corrente di tesoreria e po-

neva le premesse per l'estinzione a scadenza dell'anticipazione straordinaria di 8.000 miliardi alla quale il Tesoro era dovuto ricorrere nel gennaio 1983.

Dall'inizio del nuovo anno i risultati ottenuti nell'azione volta a ridurre l'inflazione e lo squilibrio della bilancia dei pagamenti e nella regolazione degli aggregati monetari e creditizi hanno permesso ulteriori discese dei tassi sui titoli di Stato e la cessazione del controllo informale sugli impieghi bancari. Il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto di un punto a febbraio e di un altro mezzo punto agli inizi di maggio. I tassi dei BOT sono diminuiti nei primi cinque mesi di due punti e anche quelli bancari attivi hanno ripreso a flettere.

Il calo dei tassi nominali non ha impedito al Tesoro di coprire il suo fabbisogno finanziario facendo ricorso al risparmio privato. È proseguita la ricomposizione del debito pubblico in favore delle scadenze meno brevi; i collocamenti netti di titoli a medio e a lungo termine presso il sistema sono stati pari, nei primi cinque mesi, a circa 30.000 miliardi. La limitata creazione di base monetaria ha determinato condizioni di liquidità più tese e ha indotto il sistema bancario a ricorrere al finanziamento della banca centrale.

La ripresa economica si va consolidando in vaste aree del sistema industriale; lo sviluppo della domanda interna sta progressivamente affiancando la crescita delle esportazioni; la produzione industriale ha presentato un aumento di circa il 2 per cento tra l'ultimo trimestre del 1983 e il primo dell'anno in corso. Una parziale ricostituzione delle scorte per le esigenze dell'attività produttiva si è riflessa in una sostenuta dinamica delle importazioni e in una elevata espansione dei prestiti bancari, il cui valore contabile è accentuato dall'effetto statistico del venir meno del massimale e dell'azione svolta nella fase di uscita.

Nonostante i risultati ottenuti, le tensioni inflazionistiche restano forti; i prezzi al consumo decelerano lentamente; quelli all'ingrosso mostrano segni di accelerazione. Il risveglio della domanda mondiale si sta riflettendo sulle quotazioni delle materie industriali.

La limitazione dei punti della scala mobile per il primo semestre del 1984, decisa con il decreto-legge all'esame del Parlamento, contiene i costi di produzione, combinandosi con la crescita della produttività; ma le difficoltà con cui procede l'attuazione della politica dei redditi ne attenuano gli effetti sui prezzi, anche attraverso il gioco delle aspettative.

Con le diminuzioni del tasso ufficiale di sconto si è utilizzato lo spazio resosi disponibile per ridurre per questa via il costo del denaro. L'elevatezza del fabbisogno pubblico, sulla cui dimensione nel 1984 permangono incer-

tezze di rilievo, e un'eccessiva accelerazione della domanda interna potrebbero determinare tensioni sui mercati finanziari, con inevitabili conseguenze sui tassi d'interesse.

Allentare la linea di severità monetaria significherebbe compromettere i risultati fin qui ottenuti sul fronte dell'inflazione e della bilancia dei pagamenti. Per non pregiudicare le possibilità di un duraturo sviluppo occorre perseguire con tenacia la correzione degli squilibri e delle inefficienze che alimentano l'inflazione.

### **Indirizzi e strumenti della politica monetaria**

Dopo il secondo *shock* petrolifero, la politica monetaria e del cambio ha dovuto agire con progressiva durezza facendo salire i tassi d'interesse e, in una prima fase, inasprendo i vincoli agli intermediari creditizi e agli operatori con l'estero.

Nell'ultimo quadriennio, la consistenza del debito pubblico interno è aumentata del 25 per cento all'anno, salendo dal 48 al 60 per cento delle attività finanziarie. Queste ultime sono cresciute a tassi annui del 18 per cento; la quota di esse costituita da moneta si è ridotta dall'83 al 69 per cento; l'incremento medio annuo della base monetaria è stato contenuto nel 13 per cento. Il credito totale interno si è espanso a tassi vicini al 20 per cento; la divergenza nel ritmo di crescita delle due componenti, il finanziamento allo Stato e il credito all'economia, si è continuamente accentuata; la quota del secondo è diminuita, nei flussi, dal 46 per cento del 1980 al 29 del 1983.

I tassi di interesse hanno raggiunto un massimo nel 1981 e sono poi rimasti elevati. Il mantenimento di rendimenti reali positivi sui titoli ha accresciuto il risparmio finanziario, limitando l'effetto sulla spesa indotto dal disavanzo pubblico, e ha consentito di ridurre l'eccesso di liquidità dell'economia.

Tassi reali positivi sono la caratteristica normale di un'economia in crescita equilibrata e non sono stati, in passato, di ostacolo a processi di forte accumulazione. Livelli di essi particolarmente alti sono l'inevitabile connotato delle fasi di stabilizzazione monetaria; il costo del ritorno all'equilibrio economico è tanto maggiore quanto più radicate sono le aspettative di inflazione, quanto più modesto è il contributo delle politiche di bilancio e dei

redditi alla stabilizzazione. Ma se il saggio d'interesse reale sopravanza a lungo il tasso di crescita del reddito, il progressivo aumento del debito che si genera in rapporto al prodotto può risultare incompatibile con la capacità di risparmio del sistema economico.

Sarebbe illusorio pensare che una politica monetaria rigorosa possa essa sola determinare il riequilibrio della finanza pubblica; ad essa si può e si deve chiedere di rendere esplicita l'incompatibilità creatasi tra le diverse domande di uso delle risorse e in questo modo di chiarire e promuovere le scelte che si impongono. L'inevitabilità e l'urgenza di queste scelte sono davanti a noi; constatare l'insufficienza delle azioni correttive finora intraprese deve spronare all'attuazione, non all'indebolimento, di programmi di risanamento ormai individuati nei loro obiettivi essenziali.

Una deliberata espansione della base monetaria, una reintermediazione delle banche, una forzata diminuzione dei tassi d'interesse significherebbero consentire la monetizzazione del debito, porre le premesse per nuove spinte inflazionistiche, accettare che l'alleggerimento del peso del debito pubblico avvenga attraverso la forma più iniqua di confisca del risparmio. Una tale scelta è contraria al compito istituzionale della banca centrale. Questa opera per rafforzare, non per distruggere, la moneta, nella convinzione che il risanamento della finanza pubblica, la ripresa dello sviluppo e la diminuzione dell'inflazione siano possibili.

La gestione del cambio si è integrata con quella della moneta non solo nella formulazione degli obiettivi, ma anche, e in misura crescente, nell'attuazione operativa. La piena stabilità monetaria nasce da comportamenti coerenti delle parti sociali e delle autorità di governo dell'economia, in mancanza dei quali il protrarsi di una eccessiva rigidità del cambio logora il tessuto industriale; ma una politica del cambio che agisca da stimolo alla ricerca dei minimi costi e alla riqualificazione del prodotto può avere, come ha avuto negli anni recenti, un'influenza decisiva nel contenimento dell'inflazione.

Nell'azione monetaria ci guida anche l'intento di promuovere tecniche di governo della moneta e del credito che migliorino l'efficienza dei mercati.

In un periodo in cui la dimensione del disavanzo statale e la difficoltà di guidarne l'evoluzione rendevano a un tempo più necessario e più arduo l'esercizio autonomo della politica monetaria, i progressi compiuti verso un maggiore controllo del credito della Banca d'Italia al Tesoro, togliendogli il carattere di finanziamento residuale e automatico, sono stati di fondamentale importanza sul piano dei principi e su quello operativo.

La Banca fornisce credito allo Stato essenzialmente in due modi. Il finanziamento attraverso il conto corrente di Tesoreria è stato concepito per dare elasticità di cassa al Tesoro in un'epoca in cui il mercato dei fondi a breve termine era poco sviluppato, non per costituire una fonte continuativa e privilegiata di copertura del fabbisogno. Nel corso degli anni, il crescere della spesa pubblica a ritmi molto più rapidi di quelli del reddito ha provocato, per il collegamento ad essa del limite di indebitamento del conto corrente, l'aumento relativo di questa forma di creazione automatica della base monetaria, rischiando di pregiudicare la controllabilità dell'intero aggregato.

L'acquisto di titoli è l'altro modo con cui la Banca d'Italia fa credito allo Stato. Dal 1981 esso avviene con piena discrezionalità della Banca, dando contenuto alla limitazione del ricorso del Tesoro all'Istituto di emissione che la legge stabilisce non semplicemente per regolamentare uno strumento tecnico, ma per consentire la gestione di una politica monetaria volta alla stabilità.

L'anticipazione straordinaria approvata dal Parlamento nel gennaio del 1983 è stata un evento eccezionale, conseguenza dello snaturamento della funzione del conto corrente di Tesoreria. Nei mesi successivi all'apertura dell'anticipazione, il Tesoro ha ricostituito gradualmente spazio sul conto corrente fino a creare le condizioni per il rimborso, avvenuto nei tempi previsti dalla legge. Ma questa favorevole evoluzione è stata frutto dell'adeguamento dei tassi d'interesse, più che di una correzione dell'andamento dell'entrata e della spesa.

Alla riaffermazione del principio della separazione tra politica monetaria e gestione del debito pubblico si sono accompagnate innovazioni nelle tecniche di copertura del fabbisogno, volte a facilitare il collocamento dei titoli presso gli operatori e a migliorare il controllo della base monetaria.

Nell'offerta di titoli di Stato, il Tesoro ha reso più razionale, cadenzandolo nel mese, il ricorso a emissioni di titoli pluriennali a condizioni predefinite e di titoli a breve termine collocati mediante asta. I primi, di fatto regolati nella quantità in base alla domanda del mercato, hanno raggiunto nel 1983 l'86 per cento delle emissioni nette complessive di titoli di Stato. I BOT sono stati restituiti alla loro funzione di finanziamento marginale; il loro rendimento deve poter variare nella misura necessaria a permettere l'assorbimento completo della quantità messa all'asta.

Nel 1983, gli acquisti netti di titoli di Stato da parte del pubblico e delle istituzioni creditizie sono avvenuti per il 71 per cento all'emissione e per la parte rimanente con operazioni di mercato aperto; negli anni precedenti il 1981 il collocamento netto avveniva quasi per intero attraverso l'intermediazione della Banca d'Italia.

In questa evoluzione, in cui il Tesoro tende ad approvvigionarsi sul mercato e la creazione di base monetaria avviene in maggior misura in contropartita con gli operatori, il credito della banca centrale agli intermediari, nella duplice forma delle anticipazioni e delle operazioni temporanee in titoli, torna a essere un elemento importante di regolazione della liquidità. Per le anticipazioni a scadenza fissa la durata è stata resa graduabile in giorni anziché in settimane; è stato riveduto il criterio di calcolo dei giorni di valuta; è stato ridotto l'intervallo tra due operazioni successive entro il quale scattano le maggiorazioni di tasso. Sono modifiche che rendono più flessibile il ricorso a questo strumento, consentendone un uso meno penalizzante.

Gli acquisti e le vendite temporanei di titoli compiuti dalla Banca d'Italia sul mercato aperto si sono sviluppati notevolmente, contribuendo a neutralizzare l'effetto sulla base monetaria delle più ampie oscillazioni del saldo delle operazioni del Tesoro e rendendo disponibile la liquidità nel momento in cui avvengono le sottoscrizioni di nuovi titoli.

Dal marzo scorso opera sperimentalmente un gruppo di intermediari, aperto e su base volontaria, che assicura la sottoscrizione in asta di una quota elevata delle emissioni di BOT; potendo contare su un temporaneo finanziamento della Banca d'Italia, esso svolge la funzione di anticipare e concentrare all'asta la domanda che si forma nel mercato a mano a mano che, nel prosieguo del mese, la spesa del Tesoro genera liquidità. Si riduce corrispondentemente l'ammontare dei titoli che la Banca acquista all'asta per poi rivenderli sul mercato.

La scelta di affidarsi maggiormente allo strumento della base monetaria nel governo della moneta e del credito postula che i tassi di interesse abbiano la necessaria mobilità sia in diminuzione sia in aumento. Ciò richiede che gli intermediari finanziari, e in primo luogo le banche, colgano con sensibilità e prontezza le condizioni dei mercati; e che in ogni altra sede vi sia consapevolezza di non poter imporre al cittadino simultaneamente la quantità e il rendimento del risparmio finanziario senza annullare ogni meccanismo di mercato.

L'allontanamento dalle obbligazioni a lungo termine a cedola fissa è stato una spontanea e inevitabile conseguenza del perdurare dell'inflazione. Il ricorso a strumenti con tassi d'interesse variabili ha permesso ai mutuatanti e ai mutuatari di ritornare a contratti con orizzonti pluriennali. Rispetto a un finanziamento a breve continuamente rinnovato sul mercato, un debito pluriennale con tasso variabile implica, oltre che minori costi per transazioni, minori rischi di improvvise difficoltà di collocamento. Rispetto a titoli

a cedola fissa e di uguale durata, titoli a cedola variabile espongono il debitore a imprevedibili aumenti dell'onere per interessi, ma riducono il premio che occorre corrispondere per superare la riluttanza a sottoscrivere da parte di risparmiatori già più volte colpiti dall'inflazione.

Se l'auspicabile ritorno a finanziamenti a lungo termine a tasso fisso è stato finora rinviato perché ritenuto troppo costoso, l'aver mirato alla creazione di un mercato monetario e alla diversificazione delle attività finanziarie del pubblico ha consentito di limitare l'indebolimento del controllo monetario derivante dalla coesistenza di un ingente debito pubblico e di una forte inflazione. Negli anni in cui la ricchezza finanziaria consisteva quasi esclusivamente di depositi bancari e i titoli trovavano prevalente collocamento presso le banche, la manovra della base monetaria raggiungeva gli operatori finali per via indiretta e con ritardi, la trasmissione di essa dipendendo dalla funzione di comportamento del sistema bancario. Oggi, le variazioni dei rendimenti dei titoli non solo incidono sulla capacità di raccolta delle banche e quindi sull'offerta di prestiti, ma agiscono direttamente e con immediatezza sul comportamento dei risparmiatori e delle imprese.

I certificati di credito del Tesoro a tasso variabile non sono moneta né in senso legale né nelle consuetudini di pagamento degli operatori; inoltre a termini di contratto la loro conversione in base monetaria non avviene, come per i BOT, in tempi brevi. Il fatto che un'ampia quota dei titoli pubblici abbia un rendimento direttamente collegato ai tassi a breve termine allevia gli oneri del debito via via che l'inflazione recede e i tassi scendono; un aumento dei tassi aggrava quegli oneri e riduce l'efficacia dell'azione restrittiva. Se l'inflazione non segue una tendenza discendente, la virtù dei titoli a tasso variabile è limitata ed è tanto minore quanto più si dilatano il debito pubblico e la loro quota in esso. La ricerca di nuovi strumenti e di miglioramenti nelle tecniche di gestione del debito potrà rivelarsi utile, ma una duratura salvaguardia del buon funzionamento dei mercati finanziari e dell'autonomia della politica monetaria può venire solo da una riduzione della voracità di risparmio del settore pubblico.

### **L'azione di vigilanza**

Alla politica monetaria la banca centrale deve raccordare strettamente un'azione di vigilanza volta, insieme con quella delle altre autorità di controllo, ad accrescere la funzionalità e la solidità degli intermediari e dei mercati finanziari.

Se una visione puramente amministrativa della vigilanza ne allenta i nessi con la politica monetaria, riducendo l'efficacia dell'una e dell'altra, non meno fuorvianti appaiono due accezioni estreme della supervisione creditizia. Si ritiene talvolta che attraverso essa sia possibile modellare a piacimento le strutture finanziarie e superare ogni imperfezione nel loro funzionamento complessivo. Più spesso si suppone che i controlli possano essere così penetranti da evitare ogni episodio di irregolarità, di inefficienza, di insolvenza da parte degli intermediari e di chiunque raccolga risparmio emettendo titoli.

La prima accezione sopravvaluta le possibilità di intervento sul sistema creditizio, sui cui assetti influiscono numerosi fattori, di mercato e di ordinamento; sottovaluta i limiti che la stessa analisi economica incontra nel definire i caratteri di ottimalità dell'intermediazione finanziaria. Nel secondo caso, si eleva a dismisura il pericolo di scadere in una concezione della banca centrale quale responsabile ultimo di singoli intermediari e di singoli rapporti di debito-credito. Un orientamento siffatto contraddirebbe i principi su cui si fondano le economie a decisioni decentrate e, costringendo la banca centrale ad assumere specifici impegni amministrativi e finanziari, minerebbe alla radice lo stesso governo della moneta.

La tutela del risparmio e il più efficace esercizio del credito sono affidati a un sistema di intermediari e di mercati dei capitali che sia capace di offrire in condizioni di stabilità e di efficienza i servizi richiesti dall'economia. Compito delle autorità di controllo è di attuare i presupposti di base perché questa capacità possa autonomamente e compiutamente esprimersi. La realizzazione di tali presupposti viene perseguita attraverso un'azione di riscontro e di impulso che assume la forma sia di interventi diretti agli operatori, sia di misure e orientamenti di carattere generale.

Il legislatore ha di recente esteso la cura pubblica dei mercati dei capitali ai fondi comuni di investimento mobiliare e ai titoli atipici. L'ha affidata alla Commissione nazionale per le società e la borsa e alla Banca d'Italia, secondo una complementarità nelle rispettive competenze che cresce d'efficacia attraverso i rapporti operativi tra le due istituzioni.

L'autorizzazione delle emissioni di valori mobiliari non costituisce espressione di un giudizio di merito sulla solvibilità dell'emittente e sulla redditività del titolo. Essa consente all'autorità monetaria un miglior controllo dei flussi dei fondi, nell'ammontare complessivo e nella ripartizione fra grandi categorie di operatori o strumenti finanziari; permette di evitare bruschi effetti di spiazzamento da parte di nuove emissioni con caratteristiche troppo discoste da quelle prevalenti sul mercato; risponde, quindi, a fi-

nalità di governo del credito, estese al mantenimento di condizioni ordinate sui mercati dei capitali. L'eccessiva diversità tra la procedura di controllo sulle emissioni dei titoli atipici e quella, più articolata, prevista per le azioni e le obbligazioni può influire sulle scelte degli emittenti; sarà opportuno ricondurle a un unico *iter*, intermedio per intensità dei riscontri.

L'autorizzazione prevista dalla legge bancaria allorché le emissioni avvengono attraverso le banche o la borsa è altresì intesa a prevenire, anche per questa via, gli intrecci fra industria e finanza che aggravarono le crisi degli anni trenta. La stessa chiarezza nelle attività bancarie e borsistiche richiede che sia disciplinata con legge l'informativa sulla proprietà delle società bancarie, anche non quotate.

Le norme sui fondi comuni d'investimento prevedono che la vigilanza sulle società autorizzate a gestirli si avvalga di alcuni tra gli strumenti di regolazione preventiva e di scrutinio successivo ai quali la legge bancaria affida il controllo, più esteso e dettagliato, degli intermediari creditizi. Restano da sottoporre a riscontri, che si aggiungano a quello valutario, i fondi comuni di investimento esteri operanti nel nostro paese; in questa direzione il Governo ha deliberato di recente un apposito disegno di legge.

Nell'intermediazione finanziaria, l'attività delle aziende di credito è essenziale; i depositi bancari sono la forma più diffusa di impiego del risparmio e costituiscono la base del sistema dei pagamenti; la loro natura presuppone che i titolari possano essere meno propensi al rischio e meno attrezzati a valutarlo. La vigilanza sulle aziende di credito deve dunque restare la più pregnante, promuovendo attivamente, pur non potendo garantirla, la buona gestione bancaria.

La supervisione delle banche e degli istituti di credito speciale è stata potenziata orientandola, oltre che allo stato degli impieghi e agli equilibri patrimoniali ed economici, alla qualità dell'organizzazione, nei suoi aspetti amministrativi e contabili, con particolare attenzione alle strutture decisionali. Nella normativa sono state introdotte modifiche ispirate al convincimento che l'attività di vigilanza sarà resa più efficace eliminando adempimenti amministrativi che nel tempo hanno perso di utilità.

In tema di partecipazioni è stata definita l'area entro cui le istituzioni creditizie operano senza autorizzazione preventiva; la disciplina del settore è stata improntata a un criterio generale di rigore, fissando confini specifici che possono essere riesaminati alla luce dell'esperienza. Agli istituti di credito speciale è stata data la possibilità di emettere in via continuativa, conformandosi a indirizzi predeterminati, buoni fruttiferi e certificati di deposito a medio termine. Il frazionamento dei rischi dei medesimi istituti è ora affidato a parametri quantitativi diversificati anziché alle autorizzazioni

caso per caso. In tema di limitazioni alla competenza territoriale nella concessione dei fidi bancari, sono in corso di completamento modifiche normative e procedurali che produrranno una sostanziale liberalizzazione.

Per la certezza degli operatori del credito, gli atti nei quali il controllo si concreta devono discendere da criteri generali, chiaramente espressi. I rapporti quantitativi fra poste di bilancio possono essere utili e vi si fa ricorso, là dove la materia lo consente, quali espressioni sintetiche della discrezionalità nella funzione di vigilanza, anziché in contrapposizione a essa.

È questo il senso dell'indirizzo che stiamo attuando: una revisione della disciplina operativa volta a estendere i margini di autonomia delle banche e a semplificare i controlli per renderli più incisivi, quali strumenti di un'azione più ampia, che solleciti nell'intermediazione finanziaria la manifestazione delle capacità imprenditoriali. Il miglior utilizzo di quei margini richiede il pieno rispetto dei criteri di professionalità, in primo luogo nella scelta dei vertici bancari.

La nostra azione è fondamentale orientata a rendere il settore creditizio più completo, ad accrescerne la concorrenza, a rafforzarne la stabilità.

Solo strutture finanziarie articolate possono soddisfare le complesse, mutevoli esigenze del sistema economico. Lo dimostra, in tutti i paesi, la tendenza di lungo periodo alla estensione della tipologia degli intermediari, delle istituzioni, degli strumenti finanziari.

In un decennio di forte inflazione e di elevati divari nei saldi finanziari dei settori, i mercati hanno saputo accrescere il volume dei fondi intermediati, anche attraverso una rapida diffusione di innovazioni nelle forme tecniche dei titoli. Lo stato degli adempimenti procedurali fa ritenere che nei prossimi mesi i primi fondi comuni di investimento, già autorizzati o in via di autorizzazione, daranno inizio alla loro attività. Le strutture del mercato dei capitali ne risulteranno potenziate, quanto più lo sviluppo dei fondi, il ricorso delle imprese alle emissioni azionarie e alla quotazione di borsa, lo stesso avvio delle attività di *merchant banking* sapranno integrarsi.

Gli orientamenti sul *merchant banking* manifestati un anno fa in questa sede sono stati seguiti da un ampio dibattito. È stato da più parti dichiarato vivo interesse a operare in questo settore, nel rispetto della distinzione fra banche e imprese che l'ordinamento ha stabilito. Iniziative concrete sono in avanzata fase di studio nel sistema creditizio, così come nella disciplina delle partecipazioni bancarie sono in corso di definizione adattamenti che rimuovano preclusioni per le aziende di credito a operare in tale campo.

Il rafforzamento della concorrenza, attraverso una politica attiva che al tempo stesso ne contrasti le possibili degenerazioni, si pone sempre più

come un obiettivo da perseguire; tra i mutamenti strutturali che si sono determinati nel sistema finanziario italiano negli anni recenti non pochi vanno nella direzione di accrescerla in via permanente, anche se gradualmente.

Lo sviluppo del mercato dei titoli ha avuto l'effetto di superare una condizione di quasi esclusiva prevalenza del deposito bancario, ampliando le scelte di impiego del risparmio.

L'apertura del sistema creditizio alla concorrenza estera è notevolmente cresciuta. Dal mercato interbancario e da quello della clientela di grande dimensione, la presenza di banche di altri paesi potrà estendersi a settori dell'attività al dettaglio.

I piani di autorizzazione degli sportelli hanno favorito l'accesso di altre banche in aree nelle quali l'intermediazione era prerogativa pressoché esclusiva degli istituti di vecchio insediamento. Più che ampliata, la rete delle dipendenze deve essere razionalizzata. La politica dell'articolazione territoriale muoverà nella direzione di accrescere la concorrenza e l'efficienza, oltre che di potenziare l'attrezzatura bancaria là dove la domanda di servizi aumenta. Entro limiti fissati da criteri predeterminati e da parametri quantitativi, nei trasferimenti di dipendenze potrà darsi maggiore spazio all'iniziativa delle banche interessate.

Nel regolamentare l'attività bancaria, il principio ispiratore è stato quello di pervenire a una disciplina unitaria, attenuando il rilievo della suddivisione degli intermediari in categorie istituzionali allorché essa creava disparità nell'offerta alla clientela del medesimo tipo di servizi.

La dispersione dei tassi bancari passivi rispetto alla media è progressivamente diminuita, sino a portarsi sui valori di quella dei tassi attivi. Nel settore degli impieghi, la rimozione del massimale consente agli impulsi di mercato di agire senza costrizioni; opera nello stesso senso la fissazione da parte delle singole banche, anziché in base a orientamenti concordati, del tasso che si richiede alla migliore clientela.

Alle sollecitazioni provenienti da fattori concorrenziali quali quelli introdotti negli ultimi anni è affidato il contenimento dei costi e dei margini bancari, al di là dei movimenti determinati dal ciclo economico e dagli indirizzi della politica monetaria. Nel 1983, in rapporto ai fondi intermediati, i margini d'interesse e di intermediazione delle aziende di credito sono risultati stazionari. Alle critiche di inefficienza, talora avanzate in modo sommario, il sistema bancario deve rispondere curando la professionalità della dirigenza e del personale, riducendo l'incidenza dei costi, innovando gli schemi organizzativi, la qualità dei servizi, i criteri di imputazione delle spese e di

determinazione delle commissioni. Vanno colte appieno le possibilità offerte dall'automazione e da dimensioni aziendali economicamente più valide, da realizzare attraverso processi di concentrazione specie nelle fasce dimensionali medio-basse e con forme di cooperazione per la gestione in comune di servizi a costi competitivi.

L'operare delle forze del mercato non mina, e alla lunga rafforzerà, la stabilità del sistema creditizio italiano. Nondimeno, le banche e gli istituti di credito speciale devono proseguire nel consolidamento della base patrimoniale; tra il 1979 e il 1983 il rapporto tra patrimonio e mezzi fiduciari è salito dal 5 all'8 per cento, anche per le possibilità offerte dalla legge sulla rivalutazione monetaria. L'esperienza, anche quella molto recente di altri sistemi bancari, conferma l'esigenza di accrescere gli accantonamenti con cui far fronte ai rischi dell'esposizione verso la clientela interna e verso paesi con elevato indebitamento.

In questi giorni il contenzioso internazionale sorto dal dissesto del Banco Ambrosiano è stato definito con due accordi: il primo concluso tra gli organi della liquidazione del Banco e i creditori della *holding* lussemburghese e delle sue consociate estere; il secondo raggiunto tra i predetti due soggetti e l'Istituto per le Opere di Religione. Si è confermata la validità della posizione assunta dalle autorità monetarie italiane, che indicarono sin dall'inizio nella cooperazione tra liquidatori e creditori la via per alleviare gli effetti del dissesto. Gli accordi sono il presupposto essenziale della realizzazione degli attivi, che consentirà, unitamente al contributo finanziario dello IOR, recuperi rilevanti sia per i creditori sia per la liquidazione.

Si chiude un aspetto importante di questo grave caso, nato da comportamenti fraudolenti. La vicenda del Banco Ambrosiano ha confermato l'esigenza di intensificare la collaborazione internazionale nella supervisione creditizia e la necessità di una vigilanza su base consolidata per la quale nell'ordinamento italiano manca ancora lo strumento legislativo. Occorre inoltre che vengano corrette situazioni, nascenti da peculiarità territoriali, che danno luogo nel nostro paese allo svolgimento di attività bancarie non sottoposte ai controlli di vigilanza.

Dovere della banca centrale, oltre al promuovere, nello stesso sistema creditizio, la ricerca di migliori soluzioni istituzionali per i problemi dell'estrema patologia bancaria, è l'affinare gli strumenti a cui si richiede di impedire che specifiche situazioni di mera illiquidità degenerino in casi d'insolvenza.

È essenziale poter disporre di una gamma articolata di forme tecniche attraverso cui finanziare, ai tassi ufficiali, singole aziende di credito. In questa materia, che è alla base della funzione di banca centrale, la normativa del

nostro paese è antica e presenta rigidità che limitano gli interventi necessari a sovvenire intermediari in crisi di liquidità, meno dotati di titoli e di possibilità d'accesso al mercato interbancario. In particolare, l'elenco delle garanzie che devono tutelare l'esposizione della Banca d'Italia potrebbe rivelarsi eccessivamente ristretto, soprattutto per il caso di aziende di credito in amministrazione straordinaria.

Nell'ambito legislativo vigente, attraverso innovazioni tecniche introdotte negli ultimi anni, la regolazione della liquidità bancaria complessiva è stata affidata alle operazioni in titoli, unitamente a un uso più flessibile delle anticipazioni a scadenza fissa concesse a singoli istituti; l'anticipazione ordinaria, riducendosi il suo ruolo di integrazione di un mercato interbancario imperfetto, potrà meglio soddisfare le specifiche esigenze delle banche.

È irrinunciabile, nel credito di ultima istanza, poter far fronte con immediatezza a ogni situazione di illiquidità, evitando tuttavia che il mercato consideri l'accesso al rifinanziamento della banca centrale come una certezza acquisita. Lo richiede la salvaguardia della stabilità e, a un tempo, dell'attitudine a un'efficiente e prudente valutazione del rischio.

### **Prospettive e vincoli per un ritorno alla crescita**

La lentezza con cui discende l'inflazione e la vastità del problema della disoccupazione impongono di estendere l'analisi alle condizioni che devono insieme realizzarsi, nella finanza pubblica, nell'apparato produttivo, nella dinamica dei redditi, perché la ripresa ciclica si trasformi in crescita stabile.

In nessun altro paese industrializzato i disavanzi pubblici hanno mantenuto per così lungo tempo dimensioni tanto ingenti come in Italia. I problemi posti dall'interazione tra debito accumulato e disavanzi ripetutamente elevati si fanno pressanti. La spesa pubblica, comprensiva delle uscite di natura finanziaria, era pari al 41 per cento del prodotto lordo nel 1974; nel 1983 ha raggiunto il 63 per cento. Le entrate, pur salendo dal 32 al 46 per cento, non hanno tenuto il ritmo di aumento della spesa. Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto lordo è passato dal 58 all'85 per cento.

Allo squilibrio hanno contribuito i caratteri assunti dall'intervento pubblico, che ha accentuato la funzione redistributiva.

Le spese sociali hanno assorbito quote crescenti del reddito, dal 16 per cento del 1974 al 22 nel 1983. Per larga parte esse sono rappresentate da pensioni, passate dall'8 al 13 per cento del prodotto e destinate a espandersi ancora, per fattori demografici e per gli stessi meccanismi che le disciplinano.

Le situazioni di crisi nel sistema produttivo hanno fatto crescere i sussidi e i crediti in favore delle imprese, saliti dal 3 al 7 per cento del valore aggiunto dei settori destinatari. Sempre nel decennio lo Stato ha conferito agli enti di gestione delle partecipazioni statali più di 20 mila miliardi, 13 mila nell'ultimo triennio; questi ingenti mezzi non sono stati impiegati per finanziare nuovi investimenti, ma principalmente per coprire parte delle perdite di gestione, pari, nel triennio, a circa 15 mila miliardi.

Nello stesso periodo, anche in seguito alla riforma attuata nella prima metà degli anni settanta, il sistema fiscale ha realizzato aumenti del gettito che hanno avvicinato la pressione tributaria a quella degli altri paesi dell'Europa occidentale; negli ultimi tre anni essa è salita di 7 punti. L'incremento si è concentrato nelle imposte dirette e su un'area impositiva più ristretta, di diritto o di fatto, che in altri paesi. Il principio di generalità dell'imposizione subisce rilevanti eccezioni: categorie di reddito sono escluse, altre sono incluse sulla base di valori convenzionali, larghe appaiono le fasce di evasione.

Nonostante alcuni interventi correttivi, gli scompensi finanziari tendono ad aggravarsi. Elaborazioni sul bilancio per il periodo 1984-88, eseguite supponendo comportamenti di spesa invariati e tenendo conto delle tendenze demografiche, indicano che, anche assumendo che l'inflazione continui a scendere, che la ripresa si consolidi, che la pressione fiscale si innalzi gradualmente di altri due punti e che i tassi reali d'interesse sul debito pubblico si mantengano in linea con la crescita dell'economia, il rapporto del fabbisogno del settore pubblico rispetto al prodotto interno lordo permanerebbe sugli attuali livelli, mentre il debito salirebbe ben oltre il valore del prodotto.

Siffatti esercizi, di cui si riferisce nel corpo della Relazione, incontrano evidenti limiti, non solo per le ipotesi tecniche di base, ma anche in quanto non tengono conto delle retroazioni dal bilancio alla crescita reale e ai prezzi. Tuttavia, al di là delle indicazioni numeriche, i risultati confermano il dilemma che gli ampi disavanzi pubblici e la crescente dilatazione del debito pongono alla politica monetaria: una espansione del credito e delle attività finanziarie dell'economia a ritmi incompatibili con uno sviluppo non inflazionistico delle componenti più liquide; ovvero progressivi aumenti dei tassi reali di interesse, con gravi ripercussioni sugli investimenti e sul reddito.

Per risanare la finanza pubblica dagli squilibri accumulati nel volgere degli anni è urgente por mano a un'azione sistematica nella quale l'attenuazione dei ritmi di crescita delle spese, l'aumento degli introiti, il conteni-

mento del debito e dell'onere a esso corrispondente si rafforzino reciprocamente.

L'efficacia di un programma impostato lungo queste direttrici trova conferma nei risultati che si ottengono inserendo nelle elaborazioni alcune ipotesi più severe. Ove, ad esempio, fermi restando gli altri assunti, si contenesse la crescita annua della spesa entro ritmi inferiori di 2 punti a quelli di sviluppo del prodotto e si aumentasse gradualmente di 3 punti l'attuale pressione tributaria, il fabbisogno, non comprensivo degli interessi, tenderebbe a diminuire rapidamente, fin quasi ad annullarsi nell'arco di un quinquennio. L'onere del debito scenderebbe considerevolmente rispetto al reddito, perché la minore domanda di fondi consentirebbe la riduzione dei tassi reali. La crescita del rapporto fra debito e prodotto lordo rallenterebbe fino ad arrestarsi. La condizione complessiva della finanza pubblica diverrebbe sostenibile sotto l'aspetto degli equilibri fra moneta e titoli, fra nuova disponibilità di risparmio e maggiori investimenti.

Un canone operativo della spesa, che nei prossimi anni ne vincolasse la dinamica a un tasso sistematicamente inferiore a quello del prodotto, è impegnativo nell'applicazione quanto semplice nella formulazione; esso dovrebbe essere adeguatamente articolato, senza peraltro affievolirne lo spirito informatore quale termine di riscontro dell'adeguatezza degli interventi. Per alcuni comparti, come la previdenza e la sanità, è stata da tempo individuata la necessità di revisioni atte a riportare sotto controllo l'evoluzione della spesa. Le retribuzioni dell'intero settore pubblico dovrebbero essere disciplinate nel quadro di una moderazione della dinamica di tutti i redditi di lavoro.

Dal lato delle entrate, rilevanti aumenti potranno discendere da una maggiore efficienza amministrativa e da misure specifiche che restringano le possibilità di evasione e di erosione degli imponibili. Nella direzione di ampliare l'area impositiva va la proposta di ridurre il numero delle aliquote dell'IVA, unitamente a controlli e accertamenti più incisivi. Occorre peraltro rimuovere gli effetti dell'imposizione indiretta sulla dinamica degli indici che regolano l'adeguamento dei redditi alla variazione dei prezzi.

Dall'approfondimento conoscitivo della situazione e delle prospettive della pubblica finanza riceverà sollecitazione il ripristino delle regole rigorose volute dai Costituenti in materia di bilancio e di copertura delle leggi di spesa. La legge 468 del 1978, che ha riformato importanti aspetti della contabilità di Stato, ha recepito l'esigenza di procedure decisionali ben definite e sistematiche. Ma l'eccessivo ricorso ai fondi speciali nella legge finanziaria, l'insufficiente attuazione del bilancio pluriennale, il rispetto dell'obbligo di copertura nelle nuove leggi di spesa spesso limitato alla frazione del primo

anno di vigenza, hanno impedito che si pervenisse a un organico controllo della finanza pubblica.

Un fabbisogno che assorbe quote crescenti di risparmio delle famiglie e un debito pubblico di vaste dimensioni e in progressivo aumento vincolano la politica monetaria: ne risentono la quantità e il prezzo del credito che affluisce al settore produttivo. Per quest'ultimo le possibilità e le prospettive di crescita dipendono anche dallo stato in cui esso si presenta all'uscita dalla recessione.

Il ciclo, chiuso a metà dello scorso anno e che si era aperto nel 1978, è stato caratterizzato da un primo periodo di vigorosa espansione, poi dalla più lunga recessione dal dopoguerra. In questa seconda fase, la caduta della produzione è stata in Italia minore che negli altri paesi dell'OCSE. L'attività di investimento si è protratta per qualche tempo anche quando le aspettative di domanda erano divenute meno favorevoli; soprattutto, i nuovi beni capitali hanno incorporato tecnologie e processi più avanzati.

Con la seconda crisi petrolifera, sopravvenuta quando le imprese non avevano ancora assorbito gli effetti sia della prima crisi sia delle spinte salariali, si è fatta acuta l'urgenza di rispondere ai mutamenti dei prezzi relativi. In un mercato del lavoro privo della necessaria mobilità, l'elasticità permessa dalla Cassa integrazione, che pure occorre riformare, e le migliorate relazioni industriali hanno consentito che la produttività non costituisse più un elemento residuale del processo produttivo, ma potesse riproporsi come l'obiettivo da non fallire per essere competitivi.

Le innovazioni tecniche hanno contribuito a rendere più flessibile l'attività produttiva, anche attraverso una specializzazione per fasi, particolarmente confacente alle piccole e medie aziende. Hanno riacquisito competitività sia settori con ampie dimensioni aziendali e alta elasticità delle esportazioni rispetto ai prezzi, sia comparti dove è decisiva la qualità del prodotto. Nel suo complesso, l'industria manifatturiera, anche per la pressione esercitata dal ristagno della domanda interna, ha segnato nei conti con l'estero crescenti saldi attivi.

L'osservazione dei fenomeni non convalida l'ipotesi, mutuata dal dibattito in corso in altri paesi, di un processo di deindustrializzazione dell'economia italiana, anche se la risposta che la nostra economia ha saputo dare ai problemi sorti nell'ultimo decennio è stata lenta e parziale.

Nelle produzioni di più recente sviluppo la presenza italiana, pur con significative eccezioni, resta marginale nel commercio mondiale. In altri im-

portanti comparti, coinvolti in crisi di dimensioni internazionali o affetti da antiche carenze strutturali, sono tardati i necessari interventi.

Più in generale, la politica industriale stenta a proporsi come disegno complessivo nel contesto europeo. Occorrono chiarezza e continuità negli indirizzi che il settore pubblico comunque imprime alla composizione della domanda e alla struttura dell'offerta. L'avanzamento delle attività produttive necessita di economie esterne, da realizzare migliorando la formazione delle professionalità e l'efficienza dei servizi collettivi. Alla luce dell'esperienza, vanno ripensati gli interventi di settore e ridotte le aree di discrezionalità amministrativa. Solo di recente è stato posto in termini operativi il problema di come ridefinire ragioni, modalità e limiti dell'impegno diretto dello Stato nelle attività produttive.

Troppo a lungo le imprese a partecipazione statale sono state chiamate a comporre conflitti sociali; ne sono derivati scadimenti della conduzione aziendale, perdite, allontanamento del capitale privato. Numerose imprese pubbliche non sono risanabili senza portare a compimento le azioni di ridimensionamento e di riconversione. In altre la redditività regge il confronto con l'impresa privata, ma i risultati di gestione risentono pesantemente della incidenza dei costi finanziari sul margine operativo lordo, derivante talora da insufficienza originaria di capitale, talora da perdite accumulate negli anni di più acuta crisi economica.

Un settore manifatturiero vitale, in grado di far fronte alla concorrenza estera, resta la base su cui fondare lo sviluppo dell'intera economia. Ma il successo negli scambi internazionali dipende anche dalla capacità di ogni altra parte del sistema economico di incorporare e di valorizzare gli elementi innovativi. Un più efficiente utilizzo delle risorse è richiesto nelle produzioni di servizi, meno esposte alla concorrenza estera, dalle quali derivano in larga misura la progressione generale dei costi e, quindi, la competitività dell'industria. La crescita dei prezzi nei settori non sottoposti alla concorrenza internazionale supera quella nei settori esposti; tra il 1979 e il 1983 il divario, misurato sui deflatori impliciti, è stato, in media, di tre punti percentuali all'anno.

Tra i servizi destinabili alla vendita coesistono attività eterogenee. Ancora limitata è la rilevanza del terziario più avanzato, che offre alle imprese consulenza finanziaria e organizzativa e capacità di elaborazione elettronica dei dati. Nei trasporti, nelle comunicazioni, nel credito, nelle assicurazioni la produzione è organizzata prevalentemente in imprese di dimensione medio-grande; tuttavia, il beneficio delle economie organizzative e di scala non di

rado viene a mancare essendo carenti gli stimoli all'efficienza. In altri rami del terziario prevalgono le aziende a conduzione familiare, con limitate immobilizzazioni tecniche e bassa produttività.

Nel terziario privato e nella pubblica amministrazione l'aumento degli addetti è stato notevole, del 25 per cento nel decennio. Nonostante questo assorbimento, che è in parte un riflesso delle difficoltà del mercato del lavoro, la disoccupazione ha assunto caratteri e dimensioni gravi; nella media del 1983, il numero delle persone in cerca di lavoro ha raggiunto i 2 milioni e duecentottantamila, che salgono a 2 milioni e settecentomila se si tiene conto degli interventi della Cassa integrazione.

Il divario tra il tasso di disoccupazione dei giovani e quello delle altre classi d'età si è ampliato in tutti i paesi industriali; è reale il pericolo di non riuscire a dischiudere fondate aspettative di impiego alle nuove generazioni. La prospettiva è molto più preoccupante nel nostro paese, dove un giovane su tre è alla ricerca del lavoro; la proporzione scende a uno su quattro nel Regno Unito, su cinque in Francia, su sei negli Stati Uniti, su nove nella Germania federale.

In Italia, l'ingresso nel mercato del lavoro di classi demografiche numerose continuerà a condizionare l'intero prossimo decennio. Assumendo tassi d'attività costanti per sesso e per età, l'offerta di lavoro crescerebbe fino al 1993 a un saggio medio annuo dello 0,4 per cento, superando di novecentomila unità i livelli attuali. Assumendo invece, in linea con l'esperienza recente, un moderato incremento dei tassi d'attività della popolazione femminile, l'offerta di lavoro aggiuntiva nel 1993 sarebbe di 1 milione e cinquecentomila unità.

Il completamento del processo di riallocazione delle risorse e la crescita del reddito e dell'occupazione richiedono una stabile accumulazione di capitale, con bilancia dei pagamenti correnti in equilibrio: l'eredità dei passati disavanzi sconsiglia un ulteriore ricorso al credito internazionale, mentre la tenuta tendenziale del cambio è necessaria, insieme con la moderazione salariale, per ricondurre prima, e mantenere poi, l'inflazione su livelli non superiori a quelli degli altri paesi industriali.

Gli scenari internazionali della domanda e dei prezzi e i valori assunti dalla elasticità delle nostre importazioni ed esportazioni tendono a comprimere la crescita di lungo periodo al di sotto dei tassi necessari a ridurre la disoccupazione. Per consentire al reddito e all'occupazione di crescere più rapidamente occorre allentare il vincolo esterno: si deve influire sia sulla

propensione a importare, a cominciare dalle fonti di energia, sia sulla capacità di penetrazione nei mercati internazionali, accrescendo la competitività delle esportazioni e realizzando un movimento verso produzioni a più alto valore aggiunto, in prospettiva più dinamiche negli scambi mondiali.

La realizzazione di queste stesse condizioni presuppone un'intensificazione dell'attività di investimento, anche a rendimento differito nel tempo. Potrà derivarne un aumento del rapporto fra capitale e prodotto. Perché non ne risenta la crescita, dovrà elevarsi la quota di reddito risparmiata e destinata agli investimenti. Nell'ultimo triennio, rispetto ai primi anni settanta, la formazione di risparmio si è ridotta dal 23 al 18 per cento del prodotto interno lordo, soprattutto per effetto del dilatarsi della componente negativa costituita dal disavanzo corrente della pubblica amministrazione. L'inversione di questa tendenza rappresenta un cruciale momento di giunzione fra politiche di riequilibrio e politiche di innalzamento del sentiero di crescita.

Non esistono meccanismi automatici che garantiscano la trasformazione di risparmio in investimento: sono le decisioni di investimento, e quindi le condizioni in cui esse maturano, l'elemento traente della crescita. L'ascesa dei salari stimola l'introduzione di nuove tecnologie e mutamenti nella composizione del prodotto, dai quali pure dipende il progresso della produttività. Ma vi sono limiti oltre i quali essa esalta i costi di produzione ed esaspera la dinamica dei processi di sostituzione di mano d'opera, chiudendo gli spazi aperti per nuovi posti di lavoro. La continuità dell'accumulazione richiede un assetto distributivo che eviti rincorse tra prezzi e salari e tra salari e salari, nella consapevolezza che la lotta all'inflazione coincide con la salvaguardia dell'occupazione.

*Signori Partecipanti,*

L'evoluzione di un'economia è la risultante di componenti cicliche, strutturali, istituzionali, fra di loro interdipendenti più di quanto, nella necessità di distinguere, riconosca l'analisi.

Nel governo della moneta e del credito, così come nelle riflessioni che abbiamo esposto in questa e in altre sedi nel volgere degli anni, ci ha mosso il convincimento che la deriva del nostro paese dalla stabilità e dallo sviluppo dovesse essere corretta per ragioni e fini che trascendono la stessa sfera economica. Nell'esercizio di questo ufficio, abbiamo più volte avvertito quanto la stabilità monetaria, impegno primario della banca centrale, sia legata alle condizioni della finanza pubblica, del settore produttivo, del mercato del lavoro, a loro volta strettamente connesse. È la consapevolezza di

questi legami che, tre anni or sono, ci spinse ad affermare che autonomia della banca centrale, rafforzamento delle procedure di bilancio e codice della contrattazione collettiva sono presupposti del ritorno a una moneta stabile.

Quando il flusso del disavanzo dilata di anno in anno il debito pubblico, accelerandone la crescita in rapporto al reddito, è il senso stesso dell'intera politica economica che viene compromesso, è la possibilità stessa della manovra anticiclica del bilancio che viene pregiudicata.

Nessuna logica economica può essere invocata in favore di un fenomeno di illusione monetaria, che consideri una minor crescita dei redditi nominali più penalizzante di una maggiore inflazione. Nel quadro del temperamento di tutte le indicizzazioni, la revisione della scala mobile dovrà tener conto di quanto l'esperienza suggerisce circa le tecniche per facilitare, nelle diverse circostanze, il rientro dell'inflazione e l'assorbimento di eventi esterni eccezionali.

Per limitare i costi che la crisi implicava per la produzione e per l'occupazione non si è esitato, negli anni passati, a utilizzare gli snodi che ammortizzano il primo impatto degli squilibri, come le riserve valutarie e il credito dell'estero, ai quali si è attinto sino al limite della salvaguardia della credibilità internazionale del Paese. Anche quando ci si è trovati a fronteggiare le manifestazioni più acute di spirali perverse tra prezzi e cambio, tra disavanzo e debito pubblico, le necessarie decisioni sono state prese cercando di non perdere di vista i problemi al di là del contingente. La riaffermazione del principio della separazione tra governo della moneta e gestione del debito pubblico, le modifiche nelle tecniche del controllo monetario, le innovazioni introdotte o sollecitate nel sistema degli intermediari mirano a rendere più efficaci i presidi contro gli squilibri, più valido l'apporto del sistema finanziario all'accumulazione e allo sviluppo.

La svolta ciclica è avvenuta anche nel nostro paese, ma prima che il tasso di incremento dei prezzi sia disceso a valori che facciano ritenere conclusa la lunga inflazione degli anni settanta. All'esigenza di tradurre la ripresa in crescita stabile e duratura si unisce quella di spengere l'inflazione mentre la domanda interna è in ascesa: non sono obiettivi in conflitto, ma due aspetti inscindibili di un unico problema.

Inflazione e ristagno hanno troppo a lungo avvilito la nostra economia; comportamenti incoerenti con le esigenze di riallocazione delle risorse e con i mutati rapporti economici internazionali hanno troppo a lungo riversato sui prezzi il peso di una impossibile sintesi, soffocando le possibilità di crescita. A fatica si è fatto strada il convincimento che un'inflazione alta e prolungata mina ogni assetto distributivo e disarticola la struttura produt-

tiva; se questo convincimento è ora condiviso, non possono mancare i necessari consensi su scelte concrete, che l'esame dei problemi chiaramente addita.

Ritrovare insieme la stabilità monetaria e il sentiero dello sviluppo è necessario e possibile. Non vi è alcun male oscuro che condanni la nostra economia.

La ripresa internazionale offre oggi condizioni favorevoli; all'interno, i guadagni di produttività, conseguibili con un maggior utilizzo degli impianti, aiutano, insieme con la stabilità del cambio, a frenare l'incremento dei costi. Ma se non si confermano, con continuità negli intenti e con coerenza nei comportamenti, le attese di prosecuzione del rallentamento dei prezzi, la presente combinazione di migliorata fiducia degli operatori e di appropriata composizione della domanda cederà di nuovo alle spinte provenienti dalla finanza pubblica e dai costi, al rimbalzo dell'inflazione, al riaprirsi dello squilibrio esterno. Sta in noi evitare ricadute che vanificherebbero i risultati faticosamente acquisiti, umiliando la coscienza stessa del Paese.

Le condizioni per ritrovare e mantenere una crescita stabile, che apra prospettive di lavoro per le giovani generazioni, sono severe. La capacità di risparmio ne è fondamento; la volontà di investire ne è la forza propulsiva; una distribuzione del reddito che sia garanzia di comportamenti costruttivi ne è requisito essenziale.

Riducendo la dinamica della spesa, aggredendo l'evasione e l'erosione fiscale, attuando l'impegno del bilancio pluriennale, ottemperando al rispetto dell'obbligo di copertura, rafforzando le procedure, la politica di bilancio potrà porre argini alla piena del debito pubblico e liberare risparmio per l'investimento.

La politica dei redditi, affiancandosi alla politica di bilancio, dovrà proporsi di moderare la dinamica dei costi e di far sì che la creazione di nuove risorse, anziché volgersi a esclusivo vantaggio dei già occupati, dipendenti e indipendenti, pubblici e privati, si traduca in riduzione della disoccupazione, in rafforzamento della base produttiva, in duraturo equilibrio dei conti con l'estero.

Sarà compito della banca centrale regolare la moneta e il credito in modo coerente con l'obiettivo della decelerazione dei prezzi, assicurare un ordinato flusso di mezzi finanziari verso gli investimenti, spronare a maggior efficienza le strutture creditizie.