

**BANCA D'ITALIA**

**ASSEMBLEA  
GENERALE ORDINARIA  
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1986

ANNO 1985  
NOVANTADUESIMO ESERCIZIO



**CONSIDERAZIONI FINALI**

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA  
GENERALE ORDINARIA  
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 1986

ANNO 1985  
NOVANTADUESIMO ESERCIZIO

**CONSIDERAZIONI FINALI**

## **II. - CONSIDERAZIONI FINALI**



*Signori Partecipanti,*

le banche centrali operano da anni in un'economia, interna e internazionale, in rapida evoluzione, talora in sommovimento. Hanno avuto, hanno, di fronte a sé mercati delle valute, della moneta, della finanza caratterizzati da più intensa attività, da mutamenti profondi. Ne sono il segno la mobilità dei capitali, le oscillazioni dei cambi, i livelli e la variabilità dei tassi d'interesse, le forme nuove di intermediazione.

Infrastrutture progredite nei collegamenti fra gli intermediari, i mercati e la clientela, tecniche di smaterializzazione dei titoli, strumenti di regolamento sostitutivi di quelli tradizionali dischiudono possibilità nuove nei sistemi di pagamento e nelle transazioni finanziarie, nella gestione della tesoreria delle banche, delle imprese, delle pubbliche amministrazioni.

Questi sviluppi richiedono alla Banca d'Italia, non meno che all'intero sistema creditizio, continui avanzamenti nei modi di assolvere i suoi doveri istituzionali. L'impegno di lavoro è cresciuto, in ciascuna delle funzioni che essa è tenuta a svolgere: di politica monetaria e valutaria, di supervisione e di intervento sul settore creditizio, di offerta di servizi finanziari. A questo maggiore impegno il personale ha corrisposto.

La Banca è chiamata a saper esprimere ancor di più: nel raccordare queste funzioni, distinte ma inscindibili; nel valorizzare gli elementi progressivi degli sviluppi di mercato circoscrivendone i fattori di instabilità; nell'espletare con motivazione analitica e con efficacia gli atti, di mercato e amministrativi, in cui si concreta il governo della moneta e del credito.

Si accresce, nell'Amministrazione Centrale e nelle Filiali, l'esigenza di professionalità — economiche, giuridiche, tecniche — a un tempo solide e reattive al cambiamento; di capacità dirigenziali ed esecutive; di modelli organizzativi sicuri ma non rigidi.

Cura costante e ampie risorse vengono dedicate alla formazione del personale. Ci guida il convincimento che vede lo specifico della figura professionale di chi opera in una banca centrale moderna nella conciliazione equilibrata della preparazione interdisciplinare di base con le nozioni e le esperienze specialistiche.

Irrinunciabile è la scansione, e il riconoscimento, dei diversi livelli di responsabilità, ispirando al criterio del merito la selezione del personale.

Nel corso dell'anno, speciale attenzione è stata riservata ai problemi dell'elaborazione automatica dei dati, con interventi diretti a integrare più strettamente la funzione organizzativa e la funzione informatica. Sono proseguiti, portando a compimento la fase preparatoria, i lavori per l'introduzione della «Lira Nuova».

Nell'aprile scorso è stato raggiunto con le rappresentanze sindacali l'accordo sul trattamento economico e normativo del personale per il triennio 1985-87. La trattativa, che ha aperto il ciclo interessante l'intero settore del credito, è stata ampia, complessa, talora aspra. Si è conclusa positivamente. In alcune fasi ne ha risentito l'operatività della Banca, nei Servizi e nelle Filiali, ed è emersa la necessità di autoregolamentazione per meglio conciliare i diritti sindacali con i doveri di servizio verso la collettività.

Le intese raggiunte si ispirano al soddisfacimento di una triplice esigenza: rafforzare la capacità della Banca di svolgere i propri compiti, attraverso il prevalere delle istanze di professionalità e di efficienza sul garantismo; meglio soddisfare le richieste sindacali in tema di informazione sui programmi organizzativi e tecnologici aventi riflessi di generale rilevanza sulle condizioni di lavoro; realizzare, nello stato normativo ed economico del personale, miglioramenti significativi, rispettosi, in materia retributiva, dei limiti fissati dalla politica economica del Paese. La gestione degli accordi impegna ora l'Amministrazione e il personale tutto.

### *L'economia internazionale*

L'anno scorso il ritmo di crescita delle economie industriali si è quasi dimezzato; la forte decelerazione dell'attività produttiva negli Stati Uniti non è stata compensata da un maggiore sviluppo negli altri principali paesi. L'espansione dell'economia europea ha continuato a caratterizzarsi, rispetto ad analoghe fasi cicliche del passato, per il modesto vigore e per il ridotto tasso di accumulazione del capitale. Il ritmo di aumento del commercio mondiale è caduto dal 9 al 3 per cento; l'elasticità degli scambi rispetto all'attività economica è tornata sui bassi livelli dei primi anni ottanta. Si sono ampliati gli squilibri delle partite correnti con l'estero dei tre maggiori paesi industriali: negli Stati Uniti il disavanzo ha raggiunto un massimo storico, 118 miliardi di dollari, e per la prima volta da oltre settanta anni la posizione

patrimoniale netta sull'estero è divenuta negativa; l'avanzo del Giappone è salito a 49 miliardi di dollari, quello della Germania federale a 13.

La disoccupazione è rimasta al di sotto del 3 per cento delle forze di lavoro in Giappone; negli Stati Uniti è scesa al 7 per cento dall'11 sfiorato alla fine del 1982. In Europa, invece, essa è ancora intorno all' 11 per cento, nonostante la contenuta offerta di lavoro e i progressi compiuti nel riassorbimento del divario tra salari e produttività negli anni recenti; ha continuato a pesare, insieme con l'insufficiente espansione della domanda aggregata, un processo di accumulazione largamente volto al risparmio di mano d'opera.

L'elemento più positivo nell'evoluzione economica dei principali paesi industriali è costituito dall'ulteriore diminuzione dell'inflazione: nel corso del 1985 il tasso di aumento dei prezzi è sceso per i beni di consumo al 4 per cento, valore che non si registrava da vent'anni, per i prodotti industriali all'ingrosso al 2 per cento. La dispersione attorno alla media dei tassi di crescita dei prezzi si è ridotta.

Nella gran parte dei paesi industriali la discesa dell'inflazione ha continuato a essere favorita dall'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria: nella Germania federale, in Giappone e negli Stati Uniti esso è aumentato meno del 2 per cento. Un rilevante contributo è derivato dalle quotazioni in dollari delle materie prime: per le materie non petrolifere esse sono diminuite nella media del 1985 del 12 per cento, per il petrolio del 4. Poiché i prezzi all'esportazione in dollari dei manufatti sono cresciuti dell' 1 per cento, si è avuto un peggioramento notevole della ragione di scambio dei prodotti di base, scesa ai livelli minimi dal dopoguerra. Negli anni, all'operare di fattori che riducono la domanda di materie prime, quali l'utilizzo di tecnologie a minore intensità di prodotti primari e la compressione esercitata sulle scorte dagli elevati tassi di interesse reali, si è aggiunto in alcuni comparti l'aumento dell'offerta, rilevante per i prodotti agricoli.

Il ritorno dell'inflazione nei paesi industriali sui valori degli anni cinquanta e sessanta è il risultato di politiche economiche dirette, soprattutto dai primi anni ottanta, a correggerne le cause strutturali: la riduzione del fabbisogno di petrolio, fattore determinante della rottura del cartello dell'OPEC; la maggiore mobilità delle risorse e l'accresciuta flessibilità nei modi di produrre; l'attenuazione dell'operare dei meccanismi che rendevano l'andamento dei salari indipendente da quello della produttività.

Vi è dunque fondata speranza che il periodo della grande inflazione si sia concluso; resta da vincere la sfida del ricondursi su un sentiero di crescita nel quale la piena occupazione si concili con la stabilità dei prezzi.

All'inizio del 1986 il quadro economico internazionale è stato modificato dall'accelerazione della discesa del dollaro e, soprattutto, dal crollo dei prezzi del petrolio, diminuiti in poche settimane di oltre il 40 per cento. Pur se con notevoli differenze nell'impatto sui diversi paesi e aree geografiche, per il complesso dell'economia mondiale dovrebbero risultarne condizioni favorevoli a una maggiore crescita, alla riduzione della disoccupazione e all'allentamento delle tensioni finanziarie accumulate in oltre un decennio.

Se l'indebolimento tendenziale delle quotazioni del petrolio trova origine nei successi ottenuti nel risparmio d'energia e nella diversificazione delle fonti, il crollo del gennaio scorso è legato anche a cause contingenti; pertanto, in parte è reversibile. Eventi quali l'incidente occorso poche settimane fa in una centrale nucleare accrescono l'incertezza.

Negli scenari predisposti dalle diverse organizzazioni internazionali, per il 1986 le minori entrate sono valutate in 70 miliardi di dollari per i paesi in via di sviluppo esportatori e in 5 miliardi per i paesi a economia pianificata, nell'ipotesi di un prezzo medio del barile intorno ai 15 dollari. I paesi in via di sviluppo importatori netti di greggio dovrebbero beneficiare di una riduzione del costo degli acquisti per oltre 15 miliardi; in alcuni di essi le risorse aggiuntive saranno verosimilmente impiegate in parte per migliorare la posizione finanziaria verso l'estero e, quindi, non si tradurranno per intero in maggiori importazioni. Il sostegno alla domanda necessario a controbilanciare la riduzione degli acquisti all'estero dei paesi esportatori di petrolio e a consentire lo sviluppo del commercio mondiale dovrebbe provenire dai paesi industriali, il cui risparmio di risorse è valutabile in 60 miliardi di dollari. Nell'arco di un biennio la maggiore crescita dell'attività nell'area industriale viene stimata in oltre un punto percentuale; si realizzerebbe altresì una flessione dell'inflazione di 2-2,5 punti. L'aumento dei redditi reali connesso con la decelerazione dei prezzi dovrebbe sostenere la domanda e contribuire a moderare le richieste salariali.

Le recenti indicazioni congiunturali mostrano che la realizzazione del potenziale di crescita determinatosi con la caduta del prezzo del petrolio procede con lentezza. È essenziale che acceleri l'attività produttiva nei paesi che hanno abbattuto l'inflazione e registrano ampi avanzi nei conti con l'estero. Le condizioni sono inoltre propizie alla continuazione della discesa dei tassi d'interesse.

Le politiche economiche dei paesi industriali devono tener conto anche di considerazioni di più lungo periodo. Il petrolio resta una risorsa tendenzialmente scarsa: una ripresa troppo rapida dei consumi

di energia e un rallentamento degli sforzi per la conservazione e per lo sviluppo di fonti sostitutive comprometterebbero i progressi conseguiti e potrebbero favorire rimbalzi del prezzo del greggio.

Nel 1985 è avvenuta una svolta nel mercato dei cambi. Si è invertita la tendenza all'apprezzamento del dollaro ed è mutato l'atteggiamento degli Stati Uniti riguardo al valore esterno della propria moneta. La discesa, graduale, della valuta americana era cominciata a febbraio, provocata da interventi di banche centrali europee, tra cui la Banca d'Italia; al principio di settembre segni di tensione sui tassi di interesse americani sembrarono preludere a nuovi rialzi del dollaro; in questo clima è maturata, il 22 di quel mese, la decisione delle autorità monetarie dei cinque maggiori paesi industriali, annunciata pubblicamente, di promuoverne il ribasso anche con interventi coordinati. L'azione, alla quale l'Italia ha partecipato in misura rilevante, ha avuto immediata efficacia anche perché si è innestata su uno stato di attesa di mutamenti nella tendenza del dollaro e di palese squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti. Nei mesi successivi, l'acuirsi di quello squilibrio e l'attenuazione della restrizione monetaria, oltre che movimenti dei tassi a breve concertati con gli altri principali paesi, hanno consolidato la discesa del dollaro.

Rispetto ai massimi del febbraio 1985, il dollaro ha perso fino a oggi quasi il 35 per cento nei confronti sia dello yen sia del marco; se si tiene conto dell'andamento delle altre valute e della composizione del commercio statunitense, il deprezzamento effettivo è minore, intorno al 25 per cento. In termini reali, la valuta americana si colloca su valori non lontani da quelli del triennio 1980-82, periodo di sostanziale equilibrio del saldo corrente con l'estero degli Stati Uniti.

Il peso di riconciliare le divergenze nei conti con l'estero dei tre maggiori paesi non può essere fatto ricadere solo sui cambi, le cui variazioni modificano i flussi commerciali con lentezza; deve essere ora affidato principalmente a politiche economiche coordinate.

Nelle condizioni attuali di integrazione dei mercati valutari e di elevata mobilità dei capitali, i corsi delle principali valute sono influenzati in misura preponderante da variabili finanziarie e dalle aspettative. Essi possono pertanto reagire in misura eccessiva ai mutamenti, effettivi o attesi, negli orientamenti delle politiche monetarie e fiscali, con retroazioni potenzialmente negative sugli stessi scambi di merci e di servizi. La stabilizzazione dei rapporti di cambio e delle aspettative postula, quindi, il dosaggio attento e il coordinamento internazionale delle politiche monetarie e di bilancio. Oltre il breve termine, occorre ricostituire un quadro di coerenza degli andamenti macroeconomici

dei principali paesi, al fine di correggere gli squilibri strutturali tra risparmio e investimento.

Mentre gli avanzi strutturali deprimono la crescita tendenziale dell'economia mondiale, le fluttuazioni cicliche della domanda, soprattutto negli Stati Uniti, generano oscillazioni dei cambi, dei conti correnti con l'estero, della liquidità internazionale. Ampie variazioni dei cambi divengono fonte di nuovi *shocks* reali e di frizioni commerciali. Il processo internazionale di aggiustamento e di sviluppo ne risulta compromesso.

Il Sistema monetario europeo ha nel complesso sopportato bene le ripercussioni della discesa del dollaro; segni di tensione sono comparsi solo quando questa è divenuta rapida. La variazione della parità centrale della lira è stata attuata in luglio, scegliendo un periodo di assenza di pressioni sui mercati valutari europei. Circostanze di natura non economica impedirono allora un riallineamento generale delle parità, poi realizzato nell'aprile di quest'anno.

La cooperazione delle banche centrali partecipanti al Sistema monetario europeo è risultata efficace nel prevenire e contrastare le tensioni, soprattutto durante la discesa della valuta americana, quando gli interventi in monete comunitarie sarebbero potuti entrare in conflitto con quelli in dollari. È stato attivato il meccanismo di mobilitazione dell'ECU ufficiale; si è constatata l'utilità di interventi sul mercato privato dell'ECU, effettuati, anche se per modesti ammontare, da diverse banche centrali; sono allo studio proposte che consentano un collegamento tra il circuito ufficiale e quello privato dell'ECU, attualmente separati.

L'anno scorso i paesi in via di sviluppo sono stati colpiti dal peggioramento delle ragioni di scambio e dalla decelerazione delle importazioni dei paesi industriali. Si è aggiunta la diminuzione dei finanziamenti dai mercati privati e da fonti ufficiali. La discesa del dollaro e dei tassi d'interesse internazionali e la caduta del prezzo del greggio migliorano la situazione complessiva dei paesi indebitati; si è fatta però più difficile la posizione di quelli, tra loro, che sono esportatori netti di petrolio.

La crescente diversità di condizione dei paesi coinvolti conforta l'orientamento di affrontare il problema del debito estero articolando interventi e strumenti secondo la situazione delle singole economie, pur nel rispetto di criteri uniformi di ordine generale. Occorre al tempo stesso rendere concreta per quei paesi la prospettiva della crescita e dell'attenuazione del vincolo finanziario esterno. Il piano presentato dal

Segretario del Tesoro americano ha offerto un quadro di riferimento importante: per l'attenzione riservata allo sviluppo, per la volontà di sostegno internazionale, per il riconoscimento del carattere globale del problema. L'attuazione del piano stenta peraltro ad avviarsi.

È innanzitutto necessaria la determinazione dei paesi indebitati a definire i piani di risanamento, in collaborazione con le istituzioni di Bretton Woods. La dimensione assunta dai deflussi di capitale sottolinea l'esigenza, primaria, di ricostituire all'interno un clima di fiducia. I programmi di stabilizzazione monetaria dell'Argentina e del Brasile testimoniano che la consapevolezza di tale esigenza va diffondendosi.

Sta ai paesi industriali promuovere condizioni di sviluppo della domanda e del commercio mondiali e di stabilità finanziaria. Un contributo notevole all'attenuazione degli oneri dei paesi indebitati continuerà a essere fornito dal Club di Parigi, negoziando rinnovi con dilazioni di debiti pubblici. Rilevante è anche l'impegno, ribadito nel recente Comitato interinale del Fondo monetario internazionale, di valutare favorevolmente la ripresa della concessione di copertura assicurativa pubblica ai paesi indebitati che attueranno i necessari programmi di risanamento.

Si deve rafforzare la capacità di azione della Banca mondiale, approvando l'aumento generale del capitale e ricostituendo le risorse dell'Associazione internazionale per lo sviluppo. Da parte della Banca vanno elaborate tecniche di intervento commisurate alle esigenze di aggiustamento strutturale delle posizioni esterne e va rinsaldata la cooperazione con il Fondo monetario nel disegno delle politiche macroeconomiche e degli interventi strutturali.

Le banche commerciali, riconoscendo anche un loro interesse specifico alla soluzione del problema, hanno assicurato, in linea di principio, la concessione di nuovi finanziamenti; l'ammontare e il costo dovranno tener conto in misura maggiore dei progressi compiuti dai paesi debitori nel riequilibrio esterno.

La cooperazione internazionale ha saputo negli anni recenti fronteggiare condizioni di crisi; è mancata nel compito di apportare miglioramenti sostanziali al sistema dei cambi e di regolazione della liquidità internazionale.

Le recenti iniziative tese a riequilibrare i cambi delle principali valute e a rafforzare la strategia del debito estero hanno segnato l'avvio di una più intensa cooperazione. Il Comitato interinale del Fondo monetario ha fatto proprie alcune delle indicazioni del rapporto del Gruppo dei Dieci sul funzionamento del sistema monetario; ha indivi-

duato il primo passo per migliorarlo nell'introduzione di procedure di sorveglianza multilaterale sulle politiche economiche dei maggiori paesi. Si stanno definendo metodi e criteri per identificare situazioni di incoerenza nelle politiche economiche nazionali. È stato riconosciuto il potenziale contributo del Diritto speciale di prelievo per rendere più stabile l'offerta di riserve ufficiali.

Questi orientamenti sono stati confermati e hanno ricevuto nuovi impulsi dalla recente riunione dei Capi di Stato o di Governo dei principali paesi: costituiscono i primi progressi verso un sistema dei cambi e della liquidità internazionale più strettamente gestito. Ulteriori avanzamenti, che potranno includere meccanismi di zone-obiettivo, non sono realizzabili prima che siano stati corretti i gravi squilibri esterni dei principali paesi. La consapevolezza della limitata portata delle iniziative in corso e delle difficoltà che ne ostacolano l'ampliamento non deve scoraggiare la ricerca di progressi fondamentali del sistema.

In Europa, la riduzione dell'inflazione, il riassorbimento dei disavanzi esterni e migliori prospettive di crescita pongono le condizioni per una ripresa del processo di integrazione.

Il Consiglio europeo, con l'Atto Unico del dicembre scorso, ha fatto propri gli obiettivi del Libro bianco della Commissione della CEE sul mercato interno. Esso propone lo smantellamento progressivo delle barriere che ancora impediscono la libera circolazione dei prodotti e dei fattori, capitale e lavoro, e quindi la creazione di un mercato di dimensione continentale al quale le imprese possano riferire i piani di investimento e di espansione. Contemporaneamente, è stato introdotto il principio del voto a maggioranza per le più importanti decisioni riguardanti queste materie, prima vincolate all'unanimità. La completa unificazione dei mercati costituisce il terreno sul quale si misureranno la capacità della costruzione europea di progredire e quella dei singoli paesi di parteciparvi.

### *La congiuntura interna e la politica monetaria e del cambio*

Da alcuni mesi l'economia italiana sta traendo beneficio dagli effetti che derivano dal ribasso del dollaro e dalla caduta delle quotazioni del petrolio: una occasione da non mancare per allentare i vincoli a una crescita equilibrata.

La cogenza di questi vincoli ha trovato conferma nelle vicende del 1985. Le risultanze complessive dell'anno, pur comprovando il rinnovato vigore dell'apparato produttivo, sono state inferiori alle attese.

La crescita del reddito, del 2,3 per cento, è stata pari al risultato medio comunitario e ha dato luogo alla creazione di centomila posti di lavoro, ma non è stata tale da evitare l'aggravarsi della disoccupazione, sempre più concentrata nel Mezzogiorno. Per la prima volta da tredici anni, il tasso di inflazione è sceso al di sotto del 10 per cento, ma è rimasto superiore di circa due punti all'obiettivo e si è ridotto di poco lo scarto, pari a quattro punti percentuali, dagli altri paesi della Comunità; non vi sono stati progressi in corso d'anno. Il fabbisogno del settore statale, rispetto al prodotto interno lordo, è stato del 16,1 per cento a fronte dell'obiettivo del 14,4. La bilancia dei pagamenti correnti, pur migliorando nel secondo semestre, ha presentato un disavanzo di 8.000 miliardi, a fronte di 5.000 nel 1984.

Tra inizio e fine d'anno, gli aggregati a cui si attribuisce maggior rilievo nella conduzione della politica monetaria hanno registrato incrementi non distanti da quelli che erano stati programmati nel settembre del 1984 e confermati nel febbraio successivo: il credito al settore privato è cresciuto del 13 per cento, rispetto a un obiettivo del 12; quello totale, che comprende i finanziamenti allo Stato, del 18 anziché del 16; la moneta si è espansa dell'11 per cento a fronte di un valore previsto del 10. Questi risultati sono stati influenzati dagli eventi eccezionali di fine anno sui quali ci soffermeremo.

Al di là degli esiti negli aggregati reali e monetari, gli squilibri che permangono, segnatamente nella finanza pubblica, espongono l'economia a una instabilità latente. Questa diviene manifesta non appena si attenuano la continuità e l'efficacia delle politiche di bilancio e dei redditi; cresce il rischio che l'inflazione venga risospinta verso l'alto dalle pressioni delle aspettative sulla domanda globale, sui costi interni, sul cambio.

Nel corso del 1985 quel rischio si è profilato in due momenti: nella primavera e sul finire dell'anno. In entrambe le occasioni, la politica monetaria è stata impegnata a circoscriverlo.

Nei primi mesi del 1985 l'alta quotazione del dollaro sospingeva i prezzi in lire delle materie prime importate. Il successo delle esportazioni negli Stati Uniti non compensava la debolezza delle vendite sugli altri mercati. Sui mercati europei, agli effetti del deterioramento della competitività delle nostre merci si aggiungevano quelli di una domanda stagnante. Nel semestre la crescita del volume complessivo delle esportazioni si arrestava.

Alla stasi della domanda estera si contrapponeva l'espansione di quella interna. La crescita degli investimenti in attrezzature e macchi-

nari si manteneva vigorosa; quella dei consumi era sostenuta dal maggior reddito disponibile, in gran parte determinato dai trasferimenti pubblici. L'aumento del volume degli acquisti all'estero, il loro più alto costo, il rallentamento delle esportazioni provocavano un netto peggioramento delle partite correnti.

Una manovra sul cambio della lira nello SME prima dell'atteso calo del dollaro avrebbe rafforzato le spinte inflazionistiche ed era difficilmente attuabile finché perdurava la lunga fase di debolezza del marco, che aveva anzi costretto a importanti interventi in acquisto per evitare l'apprezzamento della lira.

Quella manovra diveniva possibile con l'inversione di tendenza delle quotazioni del dollaro. Essa rispondeva all'esigenza di riacquistare competitività, dopo l'erosione provocata dal differenziale di prezzo prodottosi nei due anni trascorsi dal riallineamento del marzo 1983. La linea di rigore del cambio, che seguiamo all'interno dello SME per frenare l'inflazione e per sollecitare le imprese a durevoli economie di costo, perderebbe di efficacia se, attraverso aggiustamenti, non venisse rispettato un limite di convenienza. Negli ultimi giorni di febbraio e in marzo la lira veniva lasciata scivolare dalla parte superiore a quella inferiore della banda di oscillazione dell'accordo europeo di cambio.

In quegli stessi mesi, i disavanzi pubblici deviavano dai sentieri prestabiliti; la loro copertura con emissione di titoli diveniva problematica, ai tassi di interesse correnti. A marzo il Tesoro dovette finanziare un fabbisogno di 13.400 miliardi, mentre la domanda di titoli subiva un brusco calo; attinse quasi 5.000 miliardi dal conto corrente presso la Banca d'Italia, esaurendo la linea di credito, che pure era aumentata, in gennaio, di 6.900 miliardi. Nell'intero primo semestre, il fabbisogno del settore statale finiva con il superare del 40 per cento quello del corrispondente periodo del 1984.

L'incertezza delle aspettative, nel periodo immediatamente precedente le elezioni amministrative e il referendum sulla scala mobile, si univa al rischio che un'accelerazione della domanda interna venisse innescata dalla spesa pubblica e alimentata dalla più alta liquidità dell'economia. Gli aggregati monetari crescevano oltre gli obiettivi. I finanziamenti al settore produttivo, col favore della migliorata condizione delle imprese, si mantenevano entro i limiti previsti; preoccupava, tuttavia, l'espansione dell'indebitamento netto verso l'estero delle banche, che eccedeva il limite fissato.

Il finanziamento non monetario del fabbisogno richiese in aprile il rialzo di quasi un punto dei rendimenti dei titoli pubblici. La tendenza degli aggregati monetari e creditizi venne ricondotta verso gli

obiettivi anche attraverso vendite temporanee di titoli e richiami alle aziende di credito per il rispetto del limite all'indebitamento estero.

L'aumento della base monetaria rallentò, rispetto al dicembre del 1984 e su base annua, dal 16 per cento di maggio al 12,5 di luglio. In estate era ristabilito, tra attività finanziarie complessive e moneta, il differenziale di crescita che ha contraddistinto gli ultimi cinque anni e che si era quasi annullato nei primi mesi del 1985. Sotto la pressione del fabbisogno pubblico il credito totale interno continuava invece a svilupparsi a un ritmo superiore all'obiettivo.

Superati i rischi sul fronte delle aspettative e della domanda interna, il recupero di competitività poteva perfezionarsi in luglio, con la revisione della parità centrale della lira nello SME.

Il riallineamento avveniva nel momento in cui la discesa del dollaro e quella dei prezzi internazionali dei prodotti primari ne rendevano minimo l'impatto inflazionistico e anticipava le attese dei mercati. Il risveglio della congiuntura in Europa, in particolare nella Germania federale, accresceva le possibilità di miglioramento della nostra bilancia commerciale.

Sulla quotazione del dollaro al *fixing* del 19 luglio e sul comportamento della Banca d'Italia abbiamo riferito in altra occasione pubblica. L'ampio scrutinio degli avvenimenti ha confermato la correttezza di quel comportamento.

Nel secondo semestre, le esportazioni in volume segnavano un aumento del 13 per cento su base annua e le importazioni rallentavano, anche in seguito a una pausa nella crescita della domanda interna. Le famiglie mantenevano pressoché invariato il ritmo d'incremento della spesa per consumi. Dopo un'espansione in termini reali del 40 per cento nell'arco di due anni, a subire un calo erano gli investimenti in impianti e macchinari.

Per completare la correzione degli aggregati monetari, a integrazione della manovra sul cambio, la Banca centrale mantenne stretto il controllo della base monetaria. In settembre, l'aumento del differenziale tra il rendimento dei BOT e quello della raccolta bancaria fu favorito da una riduzione di oltre mezzo punto dei tassi sui depositi. In ottobre, la liquidità delle banche toccò il valore medio giornaliero più basso dall'inizio del 1985, divenendo negativa al netto delle anticipazioni a scadenza fissa e delle operazioni temporanee in titoli.

La valuta americana assunse un moto decisamente discendente in seguito all'accordo tra i cinque maggiori paesi industriali sulla politica

degli interventi in cambi; all'azione concertata l'Italia partecipò cedendo al mercato, tra il 23 settembre e il 3 ottobre, 1,7 miliardi di dollari tratti dalle riserve.

La curva di crescita dei prezzi all'ingrosso fletteva. I conti con l'estero miglioravano. La riduzione dei prezzi all'importazione offriva nuovi margini per il rientro dall'inflazione. Sui mercati internazionali si confermavano i segni del ribasso delle quotazioni del petrolio.

Il buon esito delle aste consentiva al Tesoro, in ottobre, di ridurre il rendimento dei BOT di circa mezzo punto percentuale, portando il tasso medio al 13,27 per cento.

Questi andamenti rendevano possibile proseguire nell'attenuazione delle restrizioni nei rapporti finanziari con l'estero e inducevano, il 7 di novembre, al ritocco, dal 15,5 al 15 per cento, del tasso ufficiale di sconto e di quello sulle anticipazioni.

Nell'ultima settimana di novembre l'atteggiamento del mercato mutò bruscamente. Esplose quella che lungo trenta giorni operativi, sino alla metà di gennaio, si sarebbe rivelata una fra le più gravi crisi valutarie degli ultimi anni.

Si diffuse il convincimento che la lira avrebbe subito una nuova svalutazione; una serie di elementi può avervi contribuito. Le attese di altri, imminenti, riallineamenti delle valute comunitarie erano alimentate dal rafforzamento del marco; le eccitavano dichiarazioni di auto-rità di alcuni paesi dello SME. Possono aver influito anche fattori interni: tardava l'attuazione delle misure di bilancio complementari alla modifica della parità della lira di luglio; *l'iter* della legge finanziaria si faceva faticoso; si erano interrotte le trattative tra sindacati e imprenditori sul costo del lavoro.

Negli ultimi cinque giorni operativi di novembre le vendite di valuta estera da parte della Banca assumevano il ritmo giornaliero di oltre 150 milioni di dollari. Lo sconto della lira a termine si impennava, incentivando la restituzione dei fondi ottenuti dall'estero. Il deflusso continuava con cadenza battente nel dicembre e nelle prime due settimane di gennaio, provocando una riduzione delle riserve valutarie di 5,3 miliardi di dollari.

Sullo sfondo di un'economia strutturalmente liquida, il subitaneo orientarsi degli operatori alla contrazione delle passività finanziarie sull'estero si rovesciava sul sistema bancario. In dicembre gli impieghi in lire, in una fase di andamento moderato dell'attività produttiva, salivano di 15.000 miliardi; su base annua e depurato dalla stagionalità, il

ritmo d'incremento toccava il 60 per cento; il loro tasso di sviluppo a dodici mesi raggiungeva il 22 per cento. La crescente onerosità del ricorso delle aziende di credito alla Banca centrale mancava di riflettersi sul costo e sul volume dell'offerta di impieghi.

Cedere alle pressioni del mercato avrebbe significato avallare aspettative negative sul valore esterno e interno della lira non giustificate dall'analisi dello stato dell'economia. La gestione del cambio per fini di politica economica sarebbe stata messa in forse anche per il futuro. I vantaggi per la bilancia commerciale sarebbero stati modesti rispetto al costo di una maggiore inflazione. Dopo il riallineamento di luglio la competitività di prezzo era tornata sui livelli di metà 1983. Le imprese industriali, soprattutto quelle di grande dimensione, avevano a disposizione margini competitivi, di profitto e di finanza. La bilancia dei pagamenti correnti già da alcuni mesi manifestava un miglioramento, che il calo delle quotazioni del dollaro e del petrolio consentiva di estrapolare al 1986. Sarebbe mancato l'effetto sui prezzi interni della tendenza alla diminuzione dei costi dei beni primari e intermedi di importazione.

La tenuta del cambio era necessaria per gettare un ponte tra il mutato quadro dei costi e la discesa dell'inflazione.

Dapprima si sono usate le riserve valutarie, nel ruolo, loro proprio, di strumento utile a dar tempo al mercato di recepire i miglioramenti, attuali e potenziali, della bilancia dei pagamenti e della tendenza dei prezzi. Poiché tardava l'auspicato mutamento di aspettative, a metà gennaio veniva decisa una manovra articolata su tre linee: il rialzo dei tassi sui titoli pubblici, la temporanea reimposizione, sino a giugno, del massimale sugli impieghi in lire delle banche, l'obbligo di finanziare in valuta i crediti all'esportazione.

A queste misure si aggiungeva l'intensificarsi dell'azione restrittiva sulla disponibilità, e soprattutto sul costo, della liquidità bancaria, che pure veniva parzialmente ricostituita per evitare che il drenaggio verso l'estero provocasse tensioni insostenibili per il sistema dei pagamenti.

Il rifinanziamento da parte della Banca centrale aumentava di 5.800 miliardi in dicembre, raggiungendo un livello prossimo ai 9.000 miliardi. Ma le riserve libere delle banche erano solo nominalmente elevate. La chiusura dei conti accentrati, provocata alla fine di novembre dagli scioperi dei dipendenti della Banca, rendeva inutilizzabile parte di questi fondi. Calcolata al netto dei finanziamenti effettuati dall'Istituto di emissione, la liquidità è stata, nella media del mese, pesantemente negativa.

L'insieme di questi eventi eccezionali ha influenzato fortemente i dati monetari e creditizi; in particolare, quelli della base monetaria indicano un aumento di quasi il 15 per cento tra l'inizio e la fine del 1985. L'intensità della restrizione nello scorcio dell'anno risulta dalla rapida ascesa dei tassi d'interesse a breve. Il costo medio dei nuovi finanziamenti accordati dalla Banca d'Italia, nelle diverse forme tecniche, saliva di due punti percentuali tra gli inizi di novembre e la fine di dicembre, e ancora di quasi un punto in gennaio, raggiungendo il 19 per cento nelle operazioni pronti contro termine. In misura anche maggiore crescevano i tassi sul mercato *dell'overnight*.

L'intervento di metà gennaio ha avuto effetto immediato sulle aspettative. Le riserve valutarie spese durante la crisi sono state successivamente riacquisite, senza guadagni per gli operatori.

Il miglioramento della situazione economica generale ha consentito di riavviare già alla fine di febbraio il ribasso dei saggi d'interesse. Dai tassi a brevissimo e a breve termine, nei quali si era concentrato il rialzo, il movimento si è esteso, dal marzo, ai titoli di Stato a più lunga scadenza.

Il 21 marzo, il 24 aprile e il 26 maggio si è provveduto a tre riduzioni, di un punto ciascuna, del tasso di sconto e di quello sulle anticipazioni, portandoli al 12 per cento.

Il rendimento all'emissione dei BOT annuali è diminuito dal 13,35 per cento degli inizi di febbraio al 10,96 dell'ultima asta; quello dei BTP quadriennali, dal 13,33 al 10,33 dell'emissione in corso. Anche attraverso la ripresa dell'afflusso di capitali dall'estero, la liquidità netta delle aziende di credito si è gradualmente ricostituita, tornando positiva in aprile. La costrizione esercitata dal massimale ha impresso una frenata decisa alla componente speculativa degli impieghi in lire, riconducendone il profilo a quello considerato idoneo a finanziare il previsto progresso dell'attività economica.

In aprile sono tornati a diminuire i tassi bancari sia passivi sia, in minor misura, attivi. Questi ultimi si erano ridotti di 2,3 punti durante il 1985, sulla scia del calo dei tassi del mercato monetario. Le misure restrittive del gennaio avevano poi provocato un rialzo di quasi un punto. La correzione di quel rialzo è avvenuta ed è ripresa la tendenza discendente.

Il superamento della crisi valutaria ha permesso di giungere al riallineamento nello SME, chiesto dalla Francia il 4 aprile dopo le elezioni politiche, in una situazione monetaria e valutaria tecnicamente soddisfacente, scevra di condizionamenti pressanti.

La scelta di situare la parità della lira in posizione di equidistanza tra il marco tedesco in rialzo e il franco francese in ribasso era la più idonea a conciliare i due obiettivi, del rientro dall'inflazione e del riequilibrio dei conti con l'estero. Quella scelta era coerente con la linea seguita durante la crisi valutaria di fine anno; la sua validità è stata confermata dalle quotazioni della lira sul mercato dei cambi e dall'afflusso di riserve.

Una settimana dopo il riallineamento venivano rimossi i vincoli imposti in gennaio ai movimenti dei capitali e assunti nuovi provvedimenti di liberalizzazione delle transazioni finanziarie con l'estero.

Sul fronte dell'inflazione, le aspettative si sono orientate al ribasso, confortate di mese in mese dalle rilevazioni statistiche. L'indice dei prezzi all'ingrosso è diminuito sia in febbraio sia in marzo; il suo livello è uguale a quello di dodici mesi prima; alla riduzione delle quotazioni delle materie prime fa riscontro per ora un'evoluzione dei prezzi dei manufatti che appare più attenta alla redditività che alla difesa della competitività: a marzo essi erano aumentati dell'1,4 per cento rispetto al dicembre, del 6,1 rispetto al marzo 1985. È ripresa la decelerazione del costo della vita: dopo un lungo ristagno sull'8,5 per cento, il suo tasso di aumento a distanza di un anno è sceso a maggio al 6,3 per cento.

Da febbraio la bilancia commerciale ha cominciato a riflettere le diminuzioni dei prezzi in lire del petrolio e dei suoi derivati; è altresì aumentato l'avanzo negli scambi dei prodotti non energetici. L'attività produttiva è in crescita, sostenuta dalla domanda interna. Dopo la stasi del secondo semestre del 1985, si profila una ripresa degli investimenti fissi.

Resta quale elemento dominante di preoccupazione l'entità del fabbisogno statale; nei primi quattro mesi, esso è ammontato a 40.000 miliardi, rispetto ai 38.000 del corrispondente periodo del 1985. In media, per far fronte alle esigenze di nuovo finanziamento e alle scadenze del debito, nel prosieguo dell'anno dovranno essere emessi titoli di Stato per 32.000 miliardi al mese. L'eventuale mancato collocamento anche solo di un decimo di tale importo, scaricandosi sul conto corrente di tesoreria, impartirebbe alla liquidità bancaria incrementi equivalenti alla sua consistenza media; si riproporrebbero problemi di controllo monetario.

Il ritorno della liquidità a condizioni normali e la copertura del fabbisogno statale con titoli collocati sul mercato hanno reso possibile ricondurre il tasso d'espansione a dodici mesi della base monetaria al 10,3 per cento a gennaio e al 9,4 ad aprile. Pur accelerando in aprile, lo sviluppo della moneta e del credito al settore produttivo non si è discostato dagli obiettivi.

Gli spazi di manovra della politica monetaria restano stretti. Il finanziamento di un'attività economica che rapidamente divenisse più vivace potrebbe entrare in collisione con l'andamento in atto del fabbisogno pubblico. Lo svolgimento degli aggregati monetari e creditizi continuerà a essere seguito con attenzione, segnatamente nella fase di uscita dal massimale, per poter prevenire con pronte correzioni eventuali eccessi.

### *Un sistema finanziario in evoluzione*

Nel sistema finanziario italiano è in atto una trasformazione che riflette analoghi sviluppi intervenuti in altri paesi e aspetti peculiari della nostra economia.

La trasformazione ha preso avvio dal mercato monetario; il suo ammodernamento, cominciato a metà degli anni settanta, ha creato condizioni tecniche per una politica monetaria e del cambio più efficace e per un finanziamento del disavanzo statale più articolato. Con la partecipazione al Sistema monetario europeo la stessa manovra monetaria e creditizia è divenuta più stringente.

Il sistema delle imprese è stato spinto ad attuare politiche severe di risanamento e razionalizzazione. Il contrasto tra il crescente assorbimento di risorse da parte del settore pubblico e la necessità di riconquistare la stabilità dei prezzi e di impedire disavanzi insostenibili nella bilancia dei pagamenti ha contribuito a far salire il saggio reale d'interesse a livelli particolarmente elevati.

Origine dello squilibrio finanziario del settore statale è il disavanzo al netto degli interessi, che nel 1985 è aumentato dal 6 al 7 per cento del reddito nazionale. L'obiettivo difficoltà di ridurlo induce a immaginare meccanismi che permettano di risanare la finanza pubblica senza costi: vi è alla base l'idea che basti alleggerire la componente derivata del disavanzo, costituita dall'onere per interessi del debito.

Non vi è dubbio che occorre continuare ad adoperarsi per limitare tale onere, ma non si risolve il problema della finanza pubblica se non si inaridisce la fonte originaria dell'accrescimento del debito. Il riequilibrio richiede che si incida contemporaneamente su entrambe le componenti.

Nel formulare proposte di riduzione forzata dei tassi, sembra dimenticarsi che la quantità di risparmio che lo Stato può acquisire per

finanziare spese superiori alle entrate non è data, ma dipende dalle condizioni di rendimento e di rischio offerte; se, ricorrendo al suo potere coercitivo, lo Stato determina o fa temere un peggioramento di quelle condizioni, rende per ciò stesso più difficile e alla lunga più costoso il proprio indebitamento.

La dimensione del fabbisogno è ormai così ampia da rendere di fatto inutilizzabili anche strumenti quali il vincolo di portafoglio alle banche. Questo, pur se per assurdo venisse applicato alla totalità dei nuovi depositi, coprirebbe solo una parte minore del fabbisogno; per la parte maggiore lo Stato dovrebbe continuare a rivolgersi al mercato, turbato dai contraccolpi dell'introduzione del vincolo.

I titoli pubblici sono largamente diffusi. Il numero dei conti di custodia di tali titoli, tenuti dalle famiglie presso le banche, è dell'ordine di alcuni milioni; il loro importo è molto frazionato: presso alcune grandi banche, alla fine del 1985, più del 60 per cento di essi erano di ammontare inferiore ai 20 milioni di lire e la loro consistenza media non superava i 35 milioni. Va inoltre rapidamente aumentando la quota dei titoli di Stato detenuta per il tramite dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali. La sensibilità delle famiglie e la professionalità dei gestori dei fondi rendono il mercato altamente reattivo al mutare delle convenienze economiche.

La Banca d'Italia è impegnata nel facilitare l'adeguamento dei tassi di interesse al variare delle condizioni dell'economia. Tale scopo rivestono importanza fondamentale sia il costante colloquio tra Tesoro e Istituto di emissione, sia la collaborazione fra la Banca e le aziende di credito. Con le maggiori banche questa prassi si è da anni sviluppata fino a raggiungere forme che, nel pieno rispetto delle autonomie di decisione, hanno dato continuità alla domanda dei titoli di Stato all'emissione e hanno contribuito ad ampliare il mercato secondario e a rafforzarne la stabilità.

Sotto l'impulso di tassi di interesse elevati, le famiglie hanno accresciuto negli ultimi anni l'accumulazione di risparmio finanziario e ridotto l'acquisizione di attività reali, principalmente di abitazioni. Le imprese hanno ristrutturato la gestione economica e la finanza riducendo la dipendenza dalle fonti esterne.

Nel 1985, pur continuando a operare queste tendenze di fondo, sono comparsi atteggiamenti nuovi. Le famiglie hanno preso a diversificare maggiormente la propria ricchezza finanziaria. Le imprese, soprattutto quelle medio-grandi, hanno guardato alla raccolta azionaria con maggior favore.

I nuovi atteggiamenti delle famiglie e delle imprese hanno trovato un punto di incontro nella borsa. L'aumento della redditività corrente e attesa delle imprese e il miglioramento delle prospettive macroeconomiche hanno contribuito a innescare un movimento ascensionale delle quotazioni. L'indice di borsa è raddoppiato nel 1985 ed è ancora salito in questa prima parte dell'anno sino a raddoppiare di nuovo prima di subire negli ultimi giorni brusche oscillazioni.

Mentre il rapporto diretto tra Tesoro e risparmiatori si è rinsaldato nel corso di un decennio, sotto la spinta di un'offerta di titoli che tendeva a sopravanzare la domanda, il ristabilimento di un rapporto tra imprese e risparmiatori è avvenuto nel volgere di un breve arco di tempo, con una domanda che è corsa a una velocità superiore a quella dell'offerta di azioni. Nel 1985 questa è stata sostenuta da aumenti di capitale delle società quotate in borsa, per quasi 5.000 miliardi, dalla quotazione di nuove società e dalla cessione, soprattutto da parte dei gruppi pubblici, di importanti pacchetti azionari non necessari al controllo; ma non ha mantenuto il passo della domanda. A quest'ultima hanno contribuito notevolmente i fondi comuni e le gestioni dei patrimoni mobiliari. I primi hanno destinato a tali titoli circa un quinto dei 35.000 miliardi complessivamente raccolti in meno di due anni di vita operativa; nei primi mesi di quest'anno, peraltro, la loro condotta è divenuta cauta di fronte alla continua salita delle quotazioni.

L'attività dei fondi mobiliari è soggetta a vincoli, fissati in prevalenza dalla legge, che sono volti a salvaguardare la correttezza della gestione e la diversificazione del rischio, non ad allontanare i pericoli di una crescita troppo rapida. Alla Banca d'Italia compete di vigilare sul rispetto di quei vincoli. La strategia operativa dei fondi è responsabilità degli amministratori. E una gestione lungimirante, soprattutto per i fondi che investono in azioni, deve seguire una strategia di medio periodo, dalla quale discenda in modo coerente la politica della raccolta, oltre che quella dell'impiego.

La forte e prolungata ascesa dell'indice di borsa ha indotto le imprese quotate ad accrescere significativamente l'offerta di azioni: nei primi quattro mesi del 1986 sono state effettuate emissioni per 3.000 miliardi, altre ne sono state deliberate per più di 4.000. L'offerta potrà essere sostenuta anche dalle ulteriori cessioni di pacchetti che il sistema delle partecipazioni statali ancora detiene in eccesso rispetto alle esigenze di controllo. Un contributo significativo deve provenire altresì dagli enti creditizi, orientando verso la quotazione di borsa imprese loro clienti che abbiano dimensioni e prospettive adeguate. A questo fine si conferma l'urgenza dello sviluppo, in un appropriato quadro normativo, dell'attività del *merchant banking* già possibile per taluni operatori.

La razionalizzazione delle strutture del mercato, avviata negli ultimi anni con l'automazione del trattamento delle informazioni e la gestione centralizzata dei titoli pubblici, è proseguita con la realizzazione di una procedura automatica per il regolamento delle transazioni che consentirà di eliminare il trasferimento materiale di questi valori presso le stanze di compensazione. Per i titoli privati un analogo avanzamento si potrà compiere allorché la legge avrà rimosso gli ostacoli normativi che si frappongono alla loro gestione accentrata a cura della Montetitoli. Ma ciò non sarà sufficiente se le società quotate e le aziende di credito non compiranno in tempi brevi uno sforzo per mettersi in grado di utilizzare appieno questo servizio: attualmente il ricorso ad esso varia molto da banca a banca ed è, nel complesso, limitato. Nel frattempo, per contenere la circolazione dei buoni cassa e assicurare un più ordinato svolgimento delle liquidazioni, è stato introdotto un deposito infruttifero pari al 30 per cento del valore dei titoli non consegnati.

Un mercato dei capitali efficiente contribuisce alla migliore allocazione delle risorse e facilita il ricorso delle imprese al finanziamento esterno; a parità di altre condizioni, assicura un minor costo del capitale e consente il finanziamento di un più ampio volume di investimenti. È in questa prospettiva che occorre eliminare le carenze di cui esso ancora soffre.

Nella medesima prospettiva si pongono la riforma della normativa valutaria e la rimozione dei vincoli che in passato è stato necessario imporre ai rapporti finanziari con l'estero. In un contesto in cui alla minore mobilità delle merci e dei servizi rispetto a quella dei capitali stenta a corrispondere la necessaria coordinazione delle politiche nazionali, il cammino della liberalizzazione non è esente da rischi, soprattutto per una economia in via di risanamento. Tuttavia, siamo determinati a percorrerlo.

I comportamenti del Tesoro, delle famiglie e delle imprese concorrono a modificare il ruolo tradizionale delle banche. Una quota crescente del risparmio si indirizza verso forme di impiego non monetario: del flusso totale di attività finanziarie la moneta rappresentava oltre il 65 per cento nel 1980, ne costituisce oggi il 40. Si arricchisce la gamma delle scelte di investimento in valori mobiliari. Si espande e si qualifica il ruolo degli operatori che sollecitano e indirizzano i flussi del risparmio. Si innalza il livello della concorrenza nei mercati.

Il sistema bancario reagisce a questi sviluppi. In misura che varia da azienda ad azienda, esso tende ad ampliare la sua funzione di fornitore di servizi e a diversificare la propria attività.

Nel campo dei servizi, quelli di pagamento si prestano particolarmente all'applicazione estensiva dei sistemi di trasmissione ed elaborazione delle informazioni. Il progresso dell'elettronica e delle telecomunicazioni fa ormai delle reti informative una infrastruttura essenziale per l'economia. Per il ruolo preminente che hanno nel sistema dei pagamenti, le banche sono nella posizione di cogliere appieno le occasioni offerte dagli sviluppi della tecnologia. Non poco è stato fatto; si avverte tuttavia l'esigenza di un salto di qualità e quantità nell'impiego dei nuovi sistemi di regolamento delle transazioni; più che ulteriori investimenti in attrezzature, ciò richiede miglioramenti organizzativi per un più completo utilizzo dei mezzi a disposizione.

Le innovazioni tecnologiche investono aspetti funzionali dell'inse-diamento bancario tradizionale, giungendo a sostituirlo per alcuni tipi di operazioni: l'importanza dello sportello tende a ridursi, le strategie di espansione delle banche si fanno più articolate e flessibili. In relazione anche a questi sviluppi, successivamente all'attuazione dell'imminente piano sportelli, sarà dato maggiore spazio alle scelte degli enti creditizi; l'orientamento ha trovato una prima applicazione nella parziale liberalizzazione del trasferimento degli sportelli.

La diversificazione operativa dell'attività bancaria si compie anche mediante la creazione di organismi giuridicamente distinti e funzionalmente specializzati. Il formarsi di raggruppamenti bancari multifunzionali riflette una tendenza all'articolarsi delle strutture d'impresa che è presente in altri settori e in altri paesi; esso rende il sistema bancario più flessibile e adattabile alle esigenze dell'economia, ma accentua l'interdipendenza fra imprese e settori, accrescendo i pericoli di propagazione delle situazioni di crisi.

La rimozione del blocco alla costituzione di nuovi enti creditizi ripropone la questione del grado di separatezza desiderabile e realizzabile tra industria e banca. La rilevanza degli intermediari creditizi pubblici nel nostro paese attenua il problema, non lo elimina. Più volte abbiamo richiamato l'attenzione su questo argomento, oggi reso più attuale dalle abbondanti disponibilità finanziarie delle imprese. L'azione di persuasione esercitata dalla banca centrale può non essere sufficiente a evitare l'insorgere di situazioni potenzialmente pericolose. Una soluzione di rigorosa separatezza degli assetti proprietari disposta per legge è praticabile, come dimostra l'esempio statunitense. In ogni caso è necessario salvaguardare l'indipendenza della gestione della banca dalla sua clientela.

Il procedere della disintermediazione e l'accentuarsi della concorrenza non hanno impedito alle aziende di credito di ottenere, lo scorso anno, risultati economici complessivamente soddisfacenti e di rafforzare la base patrimoniale. Nonostante una riduzione del rendimento della gestione del denaro, la redditività del sistema è rimasta invariata:

è stata contenuta la lievitazione delle spese generali con un sensibile aumento dei fondi intermediati per dipendente. È proseguito l'incremento dei fondi patrimoniali, che in rapporto ai mezzi fiduciari sono passati dal 9,9 al 10,6 per cento.

Le partite in sofferenza si sono innalzate al 6,2 per cento del totale dei prestiti e a quasi un terzo del patrimonio, ma il loro ritmo di crescita è diminuito. L'esposizione delle banche italiane verso i paesi in via di sviluppo maggiormente indebitati, pur essendo, sul totale dei rispettivi crediti esteri, inferiore a quella media dei sistemi creditizi dei paesi industriali, consiglia di accrescere gli accantonamenti; a questo fine è da considerare l'opportunità di adeguarne il trattamento fiscale, sull'esempio di quanto praticato in altri ordinamenti.

I risultati positivi del decorso esercizio non devono offuscare la percezione delle difficili prove che attendono un settore cruciale per l'economia, quale quello creditizio, chiamato a compiere aggiustamenti e riconversioni profondi. L'acuirsi della concorrenza stimola al cambiamento, ma accresce i rischi di impresa. Le possibilità di successo non si offrono in egual misura a tutte le banche. Quelle in posizione obiettivamente più debole debbono compiere scelte risolutive, che possono giungere sino ad accorpamenti con altre aziende. La natura dell'attività bancaria esige che l'evoluzione si compia nella salvaguardia della stabilità complessiva del sistema.

Le banche, con il loro stesso rinnovarsi, hanno la capacità di svolgere, anche nell'ammodernamento del settore finanziario della nostra economia, il ruolo centrale che per tradizione loro compete. In questo non facile compito esse hanno il sostegno della Banca d'Italia.

### ***La legislazione bancaria: i suoi capisaldi, i suoi sviluppi***

La legislazione bancaria italiana è composta da un corpo centrale, costituito dalla Legge bancaria propriamente detta, quale è stata definita nel decreto legge n. 375 del 1936 e nelle successive integrazioni, e da numerose leggi concernenti categorie di aziende o specifici intermediari. La stratificazione della normativa rende utile un'aggiornata esposizione organica della Legge bancaria, alla quale la Banca d'Italia intende contribuire con l'imminente pubblicazione di un testo coordinato e integrato.

Il compiersi dei cinquant'anni aggiunge motivi alla riflessione sugli assetti giuridici e istituzionali dell'attività creditizia. Se l'ordinamento creato allora ha potuto accompagnare con successo le profonde trasformazioni che la struttura economica, finanziaria e bancaria del

Paese ha compiuto nei decenni è perché la legge del 1936 ha saputo individuare e sancire i principi fondamentali della difesa del risparmio e affidarne la tutela a un sistema elastico e dinamico di istituti. È lungo linee simili che vediamo oggi muovere le iniziative di riforma giuridica e istituzionale che in più paesi sono state attuate o si stanno elaborando.

Conviene brevemente ricordare quei principi e quegli istituti. Per il fatto di collegare nel tempo e su base fiduciaria una vasta pluralità di soggetti, l'intermediazione finanziaria, di cui quella bancaria costituisce il nucleo, ha caratteristiche di sistema e implica rischi di instabilità i quali richiedono forme di controllo prudenziale e una politica delle strutture. Per una corretta allocazione delle risorse, gli enti creditizi devono agire in autonomia dagli altri settori dell'economia. Il quadro normativo, nel quale essi operano, consente agli organi di governo del credito interventi rapidi e flessibili, compiuti per mezzo di atti amministrativi. L'esercizio del controllo è affidato a un'unica autorità tecnica, dotata di autonomia operativa.

Le vicende di molti anni e la riflessione sul loro significato economico hanno portato a riaffermare che l'ente creditizio è un'impresa che rischia e mette a frutto un determinato capitale, da chiunque conferito; che tale capitale costituisce una limitata frazione del risparmio complessivamente mobilitato; che la sua attività obbedisce a scelte di gestione la cui responsabilità appartiene agli amministratori; che la sua natura pubblica o privata non implica differenze nei caratteri fondamentali.

Questa concezione non si è consolidata in modo lineare né senza incertezze. Con il diffondersi di incentivi all'investimento legati al credito, istituti creati al fine di sostenere lo sviluppo dell'economia secondo una logica di mercato vennero a operare in un contesto che rendeva preponderanti gli aspetti pubblicistici e condizionava l'autonomia di decisione degli organi aziendali. L'errore di metodo di utilizzare il credito quale strumento di indirizzi programmatori fece sì che l'esposizione verso taluni settori andasse oltre i limiti suggeriti dai canoni del frazionamento del rischio. Il danno si rivelò istituzionale, oltre che patrimoniale. Nella seconda metà degli anni settanta, la crisi di alcuni grandi istituti a medio termine, alla quale concorse l'aumento del prezzo del petrolio, segnò la fine di questa fase.

Negli anni recenti è avvenuta una svolta. La produzione normativa è tornata a ispirarsi a criteri che accentuano l'autonomia e la responsabilità degli amministratori e rendono più certi i riferimenti della gestione. È stata abbandonata una pratica di interventi particolari e frammentari che stava irrigidendo e segmentando il sistema: il Parlamento ha dettato norme di carattere generale che si innestano sul tronco vitale della Legge bancaria e ne arricchiscono i contenuti.

Nel 1981 gli istituti di credito a medio e a lungo termine sono stati collocati in un quadro normativo omogeneo sotto il profilo della vigilanza e sono stati introdotti vincoli non derogabili alla concentrazione dei loro rischi. In quello stesso anno il Ministro del Tesoro ha formulato direttive per la banca in mano pubblica. Esse ne hanno sancito la libertà da condizionamenti, la natura di impresa esposta alla concorrenza; hanno indicato altresì che la sua operatività non può essere sottoposta a vincoli diversi da quelli delle altre banche, che il suo patrimonio può irrobustirsi ricorrendo al mercato dei capitali.

Sempre in quel periodo fu avvertita l'esigenza di adeguamenti normativi volti a rafforzare l'azione di vigilanza sulle istituzioni bancarie. Le istanze allora rappresentate sono state tradotte di recente in atti legislativi. La legge n. 281 del 1985 introduce una disciplina per l'identificazione dei soci delle aziende di credito, rivitalizzando un principio contenuto nelle norme del 1936, e predispone strumenti per acclarare possibili conflitti di interesse celati dalla interposizione di soggetti. La legge n. 114 del 1986 ha recepito la direttiva comunitaria concernente la vigilanza su base consolidata; essa conferisce all'organo di controllo poteri conoscitivi diretti nei confronti delle filiazioni delle banche; dà rilevanza penale ai comportamenti elusivi dei controlli di vigilanza. È all'esame del Parlamento un progetto di legge volto a sanzionare in modo uniforme, qualunque sia la natura dell'azienda, condotte che favoriscano, nella concessione di finanziamenti, interessi di terzi a scapito di quelli della banca.

La legge che recepisce la direttiva comunitaria in materia di libertà di accesso all'attività creditizia ha asseverato il carattere di impresa della banca e ha introdotto formalmente il criterio dell'onorabilità e della professionalità per la scelta degli amministratori.

Oltre che sul piano legislativo, una revisione è avvenuta nell'esercizio dei poteri di regolamentazione affidati alle Autorità creditizie. Gli strumenti e le modalità operative della Vigilanza sono stati orientati maggiormente all'obiettivo di accrescere la concorrenza e di rafforzare l'autonomia di decisione degli intermediari.

A siffatta impostazione sono state ispirate le determinazioni in materia di sportelli bancari, di competenza territoriale, di modifiche statutarie, di ricorso al mercato dei capitali, di deroghe ai limiti di operatività. Le procedure sono state snellite: il numero delle autorizzazioni relative a singoli affidamenti rilasciate dalla Vigilanza si è ridotto a poco più di un terzo.

Nel volgere degli anni l'esperienza ha posto in chiara luce i caratteri vitali e duraturi della Legge bancaria. Quei caratteri consenti-

ranno, anche in avvenire, di orientare l'evoluzione del sistema finanziario italiano e l'ammodernamento della legislazione secondo le esigenze di un'economia industrializzata e aperta. Nell'immediato dinanzi a noi stanno tre campi principali di intervento: la revisione di alcune normative settoriali, l'innovazione finanziaria, l'internazionalizzazione dell'attività bancaria.

Una revisione delle normative settoriali appare particolarmente opportuna per le casse di risparmio e per gli istituti di credito speciale. Per le prime, le recenti riforme statutarie hanno avviato un processo attraverso il quale si sono ampliati gli strumenti di ricorso al mercato dei capitali, arricchite le possibilità operative, più chiaramente delineati i rapporti tra gli organi di amministrazione. Lo sviluppo delle casse incontra limiti in un complesso di norme rispondenti a finalità superate, non compatibili con le esigenze di mercati bancari competitivi. Una nuova legge organica potrebbe tracciare le linee generali dell'inquadramento giuridico, demandando a una normativa di secondo grado e agli statuti la specificazione necessaria.

Il contesto in cui agiscono gli istituti di credito speciale è negli anni recenti mutato in molti aspetti. Il costo e la pericolosità di un eccessivo indebitamento hanno indotto le imprese a riequilibrare il rapporto tra debiti e mezzi propri. A causa dell'accorciamento dell'orizzonte temporale degli investimenti, determinato sia dall'evoluzione tecnologica sia dall'accresciuta variabilità del quadro economico, la domanda di finanziamento spesso si colloca nella zona al confine tra gli istituti e le banche e pone il problema del rapporto tra il credito a breve e quello a medio e a lungo termine. L'assetto del nostro sistema creditizio è basato anche sulla specializzazione temporale degli intermediari. Per osservare questo principio, occorre contenere entro dimensioni coerenti tanto l'attività a breve degli istituti di credito speciale, quanto quella a medio termine delle banche; per queste ultime occorre altresì rendere maggiormente uniformi i limiti di operatività, diretta e indiretta, oltre il breve termine.

Gli istituti mobiliari di grandi dimensioni stanno movendo verso un modello ad ampia gamma di servizi, nel quale tuttavia fine preminente rimane il finanziamento della crescita dell'impresa. L'attività di alcuni di loro sta orientandosi verso la sottoscrizione e il collocamento dei valori mobiliari emessi dalle imprese. Gli sviluppi in atto suggeriscono sia un allargamento della base proprietaria che ampli le strategie aziendali, rafforzi il patrimonio e valorizzi il riscontro del mercato sia una riconsiderazione delle dimensioni della presenza dello Stato nel capitale. Anche per gli istituti mobiliari minori si pongono problemi di assetto proprietario, unitamente all'opportunità di accorpamenti; su entrambi questi aspetti si potrebbe agire per accrescere le loro potenzialità.

Gli istituti non mobiliari mostrano di risentire di vincoli di legge al loro ambito di attività, che riflettono in parte condizioni di mercato ormai mutate. Si pone l'esigenza della ricerca di nuove direttrici, anche attraverso l'allargamento e l'unificazione dei comparti in cui essi sono abilitati a operare. Pure in questo caso potrebbe rivelarsi appropriato il rinvio a una normativa di secondo grado che, fra l'altro, renderebbe spediti gli adeguamenti delle forme tecniche di attività.

Negli anni recenti l'innovazione finanziaria ha tratto impulso da una molteplicità di fattori: l'esplosione del debito interno e internazionale; gli eccezionali livelli dei saggi d'interesse e la loro variabilità; le ampie oscillazioni dei tassi di cambio; lo stimolo ad aggirare vincoli; la revisione delle regolamentazioni degli intermediari; le nuove possibilità offerte dall'elettronica e dalle telecomunicazioni. Il processo di creazione di nuovi strumenti, operatori e mercati si sta diffondendo dalle principali piazze del mondo alla generalità dei paesi industrializzati.

Si sono sviluppate tecniche di disaggregazione degli elementi di rischio, liquidità, rendimento, valuta di denominazione, scadenza degli strumenti finanziari, elementi che vengono congegnati in modo tale da poter essere separatamente negoziati ovvero ricomposti in forme originali, dando luogo a valori mobiliari nuovi. Una quota crescente di intermediazione ha preso a fluire attraverso i mercati dei titoli, determinando una maggiore incidenza degli strumenti negoziabili sull'intermediazione complessiva.

La riflessione sul fenomeno, alla quale ha contribuito un recente rapporto promosso dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, ha posto in luce i benefici, ma anche i rischi di questi processi innovativi. Nell'immediato essi migliorano la funzionalità dei mercati; ampliano la gamma degli strumenti disponibili; accrescono la concorrenza; tendono a diminuire i costi delle transazioni.

Al tempo stesso, l'innovazione accresce i rischi per la stabilità del sistema, perché tende a confondere i confini tra i diversi tipi di intermediari; a rendere ardua la valutazione degli impegni assunti; a deteriorare la qualità degli attivi, a causa delle maggiori possibilità che si offrono ai migliori prenditori di credito di accedere direttamente al mercato. Si ripresenta dunque l'esigenza, connaturata all'attività di vigilanza, di cogliere i benefici del nuovo, prevenendo i pericoli di instabilità che esso comporta.

Già lo scorso anno abbiamo richiamato l'attenzione sui problemi di inquadramento normativo e di vigilanza che l'innovazione finanziaria pone anche nel nostro paese. La complessa trama dei rapporti di debito e di credito in cui consistono i mercati finanziari si infittisce e travalica i confini istituzionali tra gli enti creditizi e gli altri intermediari.

La connessione tra raccolta del risparmio ed esercizio del credito costituisce il cardine della nozione di ente creditizio, per il quale sono previsti controlli specifici, particolarmente penetranti. Ma questa nozione lascia aperto il problema degli operatori che svolgono un'attività nella quale tale connessione non sussiste, perché è presente uno solo degli elementi suddetti. Anche l'attività di questi operatori dovrebbe essere disciplinata e sottoposta a controlli prudenziali, ancorché di natura diversa o comunque attenuati rispetto a quelli che si applicano agli enti creditizi.

L'introduzione di forme di controllo prudenziale su operatori non bancari non cancella le profonde differenze tra questi e gli enti creditizi; anche quando, come nel caso dei fondi comuni, la supervisione viene attribuita alla banca centrale, essi non possono accedere al credito di ultima istanza. Di ciò devono essere consci sia gli intermediari, sui quali ricade la responsabilità di gestire risorse finanziarie, sia i risparmiatori, che devono essere consapevoli che il valore del loro investimento è variabile e dipende dall'andamento del mercato.

L'attività delle banche si è da tempo estesa oltre le frontiere, dapprima con il finanziamento di un sistema economico che ha assunto i caratteri di un'economia aperta, successivamente attraverso l'istituzione di una fitta rete di filiali e di filiazioni nei principali centri finanziari internazionali. La componente estera, includendovi i crediti in valuta a residenti, rappresenta oggi poco meno di un quarto dell'attività delle aziende di credito italiane; per metà essa fa capo ai loro insediamenti in altri paesi.

La compenetrazione dei mercati nazionali ha delineato la figura della banca ad articolazione internazionale come nuovo riferimento dell'attività di vigilanza. Alla più ampia dimensione va meglio adeguata l'organizzazione interna delle case madri, per gli aspetti riguardanti le decisioni e i controlli. Le autorità di vigilanza dei principali paesi hanno stabilito forme di collaborazione per rendere più efficace la supervisione e per evitare condizioni di disparità nella concorrenza. L'azione si esplica sia sul piano, bilaterale, del controllo dei singoli enti creditizi, attraverso scambi di informazioni e intese sulle modalità di intervento; sia sul piano, multilaterale, del disegno di norme e criteri in materia di supervisione sugli stabilimenti esteri delle banche.

Il processo di internazionalizzazione bancaria potrà trarre nuovo slancio dall'Atto Unico Europeo e dal Libro bianco sul mercato comunitario che prevede, attraverso l'approvazione di una serie di direttive, l'unificazione del mercato dei servizi finanziari e dei capitali entro il 1992. Dalle intese fra autorità di vigilanza e dal processo legislativo, al quale l'Italia attivamente partecipa nella Comunità, continueranno a

provenire importanti impulsi e orientamenti all'arricchimento del quadro normativo entro cui operano gli intermediari finanziari. Le esperienze compiute confermano il potenziale dinamico della Legge bancaria e la sua capacità di far propri anche gli indirizzi maturati in campo internazionale.

### *Gli impegni della politica economica*

Strutture creditizie moderne ed efficienti sono fattori essenziali di stabilità e di sviluppo: il loro apporto sarà tanto maggiore quanto più potrà iscriversi in un'economia che torni a registrare successi secondo il metro ultimo della crescita del reddito e dell'occupazione.

Cause profonde di instabilità si concentrano nella finanza pubblica. Aree di debolezza ed elementi di contraddizione persistono nell'allocazione settoriale e territoriale delle risorse, all'interno degli stessi rami produttivi che hanno proceduto più speditamente a ristrutturarsi.

La consapevolezza di dover completare l'opera di ricomposizione degli equilibri è cresciuta. Di recente essa si è tradotta in impegni di politica economica, esposti in significativi documenti programmatici.

Negli ultimi anni, il risanamento produttivo è avvenuto, sebbene non possa dirsi compiuto, nell'industria e nei comparti del terziario a essa più vicini. Ma l'economia è una e il costo di quel risanamento ha pesato anche sul bilancio pubblico. Il nodo della finanza pubblica va ora sciolto. Si rischia, altrimenti, proprio perché l'economia è una, di compromettere quanto è stato fatto.

Gli interventi finora compiuti, pur numerosi e taluni impegnativi, sono valsi solo a contenere l'esplosione delle spese, implicita nell'applicazione della legislazione esistente. Il declino del rapporto fra spesa pubblica e prodotto interno lordo non è ancora cominciato.

L'attuazione di una politica di ampio respiro trova ostacolo nelle ripercussioni che i necessari provvedimenti, per la loro natura e per la loro entità, implicano per le diverse componenti della società. Nella funzione del benessere sociale, i costi, immediati, possono apparire più elevati dei benefici, in parte differiti, che gli interventi mirano a realizzare per l'intera economia.

Oggi, l'evento favorevole rappresentato dal calo delle quotazioni del dollaro e del petrolio configura condizioni che possono alleviare quei costi. Al tempo stesso, per essere di incerta durata, le mutate con-

dizioni esterne rendono ancor più necessario tradurre prontamente in atti concreti gli impegni che la politica economica si è data.

Il miglioramento delle nostre ragioni di scambio, sinora conseguito rispetto alla media del 1985, può stimarsi in oltre il 10 per cento. Questa cifra indica la dimensione delle risorse aggiuntive divenute potenzialmente disponibili. Nell'immediata ripartizione dei vantaggi del petrolio meno caro, è stata opportunamente data priorità al sostegno della competitività, alla riduzione del disavanzo pubblico, al mantenimento dell'incentivo al risparmio energetico negli usi finali.

La modifica delle ragioni di scambio amplia la prospettiva di sviluppo che la domanda interna può realizzare senza provocare nuovi disavanzi della bilancia dei pagamenti correnti e aggravare il già rilevante debito estero. Si aprono spazi per una maggiore attività di investimento.

Nel 1986 l'aumento della domanda interna in termini reali può risultare prossimo al 4 per cento. Analogo incremento è prevedibile per le esportazioni. Lo sviluppo del reddito può essere dell'ordine del 3 per cento e quello dell'occupazione di circa 200.000 unità. Nonostante una crescita della domanda interna maggiore di quella del prodotto, la diminuzione dei prezzi all'importazione consentirà il formarsi di un avanzo di parte corrente nei conti con l'estero e accelererà la discesa dell'inflazione.

La realizzazione delle favorevoli prospettive per il 1986 non cancellerà il lascito negativo di anni di squilibri: nel debito pubblico, nella capacità produttiva, nel mercato del lavoro, nella competitività dell'intera economia.

Nella parte ormai trascorsa degli anni ottanta vi è stato un ristagno o addirittura un regresso della capacità di produzione degli impianti industriali; ancora nel 1985 essa era inferiore ai livelli del 1980. La formazione di profitti nell'industria e le migliori prospettive di crescita possono costituire la premessa per avviare una fase di ampliamento della base produttiva. Dalla fine degli anni settanta l'esigenza di accrescere la produttività degli impianti ha spinto a realizzare la maggior parte degli investimenti nel Centro-Nord. Qualora l'ampliamento della capacità avvenisse in prevalenza là dove essa è già installata, il Mezzogiorno ne subirebbe un ulteriore svantaggio. I danni per l'intero Paese di una distribuzione territorialmente divergente delle risorse aggiuntive, di capitale e di lavoro, sarebbero gravi.

La variazione avvenuta nelle ragioni di scambio non costituisce fattore di duraturo allentamento del vincolo esterno. Il saldo delle quantità delle merci scambiate continua a peggiorare ed espone la nostra bilancia commerciale all'alea di gravi disavanzi in caso di rovesciamento

della tendenza delle ragioni di scambio. Al di là di questo pericolo, nel medio periodo se le importazioni continueranno a presentare l'elevata elasticità rispetto al prodotto interno lordo sperimentata negli ultimi anni, una crescita delle esportazioni in linea con la domanda mondiale non eviterà il riproporsi della coerenza del vincolo esterno sullo sviluppo. Possibilità di sviluppo durevole presuppongono, quindi, un significativo innalzamento e una migliore qualificazione dell'offerta interna e la ricerca di una maggiore competitività ed efficienza, anche nei settori non esposti alla concorrenza internazionale.

Alla soluzione di questi problemi è rivolto l'insieme di interventi nella finanza pubblica e di indirizzi di politica economica, espressi nei documenti sopra ricordati: urge la loro attuazione.

Per la politica di bilancio le linee di azione indicate sono quelle del contenimento della spesa corrente entro tassi di crescita non superiori all'inflazione; di una espansione delle spese in conto capitale analoga a quella del prodotto in termini nominali; di una pressione fiscale che si mantenga sui livelli attuali, ancorché meglio distribuita fra i contribuenti. Lo sforzo per riequilibrare il bilancio si appunta soprattutto sui settori della previdenza, della sanità, della finanza locale, sulla riconsiderazione quantitativa e qualitativa dei trasferimenti alle imprese e alle famiglie, sulla revisione e sul consolidamento dei meccanismi istituzionali a cui sono affidati il rispetto del vincolo di copertura e il controllo degli impegni di pagamento.

Per il triennio 1986-88 il Servizio Studi della Banca ha effettuato esercizi di simulazione che ipotizzano l'attuazione di una siffatta politica di bilancio, un prezzo del petrolio fra i 15 e i 20 dollari al barile, una crescita del commercio mondiale di circa il 4 per cento. La concatenazione tra lo scenario internazionale e i comportamenti e le politiche all'interno è stretta e decisiva per i risultati, mentre le ipotesi sottostanti sono caratterizzate da gradi di incertezza diversi. A tali esercizi quantitativi non va dato, quindi, valore di previsioni. Non di meno, essi offrono materia di riflessione e possono contribuire a orientare le scelte.

L'insieme di queste ipotesi conduce, nel triennio, a uno sviluppo annuo del prodotto lordo del 3 per cento e della domanda interna prossimo al 4, a un incremento dell'occupazione a tassi medi quasi doppi rispetto al 1985, a un sostanziale equilibrio dei conti correnti con l'estero, a un'inflazione in ulteriore discesa.

Riducendosi il fabbisogno statale rispetto al reddito, l'attività produttiva e di investimento troverebbe sostegno nelle migliorate aspettative e nei più bassi saggi di interesse reali che diverrebbero possibili. L'interazione virtuosa tra la crescita dell'economia, il minor costo dell'indebitamento pubblico e la caduta del disavanzo al netto degli interessi riporterebbe sotto controllo la dinamica del debito pubblico.

La discesa dell'inflazione non cancellerebbe tuttavia il differenziale con i nostri concorrenti. Il suo annullamento non può discendere dai fattori esterni: questi giocano anche per gli altri paesi. Il differenziale scaturisce dalle componenti interne dei costi che, se pure attenuate, continuano a imprimere ai prezzi dei nostri prodotti spinte maggiori che altrove.

Lo stesso aumento dell'occupazione che risulta dagli esercizi di simulazione non basterebbe ad assorbire interamente la nuova offerta di lavoro, che fattori demografici e crescenti tassi di partecipazione, soprattutto femminile, manterranno alta sino ai primi anni novanta.

L'eliminazione del differenziale inflazionistico e una maggiore occupazione, oltretutto sul riequilibrio del bilancio, dovranno fondarsi sulla politica dei redditi. L'aumento dell'occupazione deve far premio sull'aumento dei redditi di chi ha già un lavoro. Occorre che le riduzioni dei costi derivanti da progressi della produttività e dal ribasso dei prezzi delle materie prime si traducano in decelerazione dei prezzi dei prodotti, anziché in incrementi della dinamica retributiva e dei margini di profitto. Un contributo significativo proviene dal miglioramento delle relazioni industriali; l'accordo sul pubblico impiego ha condotto alla riforma della scala mobile anche nel settore privato; il nuovo meccanismo di indicizzazione propaga meno rapidamente gli impulsi inflazionistici. La determinazione delle tariffe è chiamata a conciliare il fine di assecondare la disinflazione con quelli di contenere i consumi, segnatamente di energia, e di alimentare con l'investimento l'offerta dei beni e dei servizi richiesti.

Tanto dalla politica di bilancio quanto dalla politica dei redditi, se verranno ispirate ai necessari criteri di rigore, potrà derivare un concreto orientamento meridionalistico : per tornare a ridurre i divari territoriali nello sviluppo economico e contenere la disoccupazione. Per il Mezzogiorno, sono già state stanziaste ampie risorse pubbliche: dalla legge finanziaria, da quelle per l'intervento straordinario e per la nuova imprenditoria; ciò che occorre è la loro efficace utilizzazione. Gli effetti sperati sull'occupazione non si produrranno se dovessero mancare la fiducia delle parti sociali nel risultato finale e la necessaria flessibilità sul mercato del lavoro. Troverebbero, allora, ostacolo sia gli investimenti della piccola e media impresa locale, sia la mobilità del capitale verso il Meridione, sia spostamenti pur contenuti di inoccupati verso il Centro-Nord, dove in un futuro non lontano potranno presentarsi situazioni di difetto di offerta.

Attuandosi questa vasta azione di politica economica, l'allentamento del vincolo esterno e il minor peso del fabbisogno pubblico consentirebbero una discesa dei tassi d'interesse nominali e reali, senza che ciò entri in conflitto con un governo della moneta e del credito intento a portare a compimento il rientro da un'inflazione che domina la nostra

economia dall'inizio degli anni settanta. Al perseguimento di questo obiettivo la condotta della Banca centrale resta in ogni caso impegnata.

*Signori Partecipanti,*

alcuni anni fa, nel disegnare i lineamenti di una politica di ritorno alla stabilità monetaria, indicammo tre capisaldi: una severa gestione della moneta e del cambio, un'evoluzione dei redditi attenta al rispetto delle compatibilità, il ricupero del bilancio pubblico come strumento di politica economica. Ci muovevano la consapevolezza dei limiti che la manovra monetaria incontra allorché da sola deve fronteggiare le spinte inflattive, la convinzione che solo con l'abbattimento dell'inflazione avrebbe potuto innescarsi un processo di crescita capace di incidere significativamente sulla disoccupazione.

Secondo questi criteri abbiamo graduato il rigore nella condotta monetaria e del cambio, confidando nell'uso pragmatico degli strumenti piuttosto che in regole meccaniche, delle quali esperienze internazionali hanno messo in luce i limiti.

L'aver piegato la tendenza dei prezzi durante il lungo periodo di ascesa del dollaro e di sfavorevoli ragioni di scambio è il segno della validità di quel metodo.

Il lungo cammino per il ripristino degli equilibri monetari vede avvicinarsi importanti traguardi: l'inflazione sta regredendo verso valori conosciuti solo negli anni della stabilità, che furono anche gli anni del maggiore sviluppo.

Cause esterne stanno accentuando il rallentamento dei prezzi, così come cause esterne concorsero in modo rilevante alla loro esplosione. Non è possibile prevedere quanto durerà questa favorevole congiuntura: il compito è di non limitarsi a goderne i frutti immediati, ma di trarne vantaggio per far avanzare con minori costi la soluzione dei problemi di fondo dell'economia.

Non condividemmo e contrastammo con i nostri comportamenti la sfiducia di chi riteneva inevitabile la resa all'inflazione. Oggi, l'obiettivo preso d'atto dei progressi compiuti e di prospettive più favorevoli ci guardi da una pericolosa euforia.

La più stretta partecipazione, concordata al vertice di Tokyo, dell'Italia al coordinamento economico e monetario dei maggiori paesi industriali, se attesta quei progressi, impegna a un nuovo sforzo affin-

ché la nostra economia completi il risanamento e riconquisti una linea di sviluppo stabile che ne realizzi le capacità potenziali.

La creazione di posti di lavoro, che l'entità della disoccupazione e la sua concentrazione fra i giovani reclamano, postula l'ampliamento della base produttiva. Il rovesciamento dei prezzi relativi a vantaggio dei manufatti genera condizioni favorevoli di costo; sta soprattutto alle imprese tradurle in decelerazione dei prezzi anziché in aumenti dei redditi nominali, in investimenti reali anziché in acquisizioni finanziarie. Di questa azione il sistema creditizio deve sentirsi partecipe non solo con l'esercizio della funzione fondamentale di vaglio delle iniziative da finanziare, ma anche progredendo verso una maggiore efficienza.

Affinché l'attività di accumulazione possa irrobustirsi nel tempo senza scontrarsi con il vincolo delle risorse, è essenziale che si creino spazi ed elasticità nel bilancio pubblico. Il risanamento della finanza pubblica è giustamente collocato al centro della politica governativa. L'intervento è reso urgente dalle tendenze in atto. L'aumento del debito continua a sopravanzare quello del reddito nazionale. Il disavanzo al netto degli interessi nel 1985, anziché ridursi, è aumentato. A ben poco varrà l'alleggerimento dell'onere degli interessi, consentito dalla discesa dell'inflazione, se a esso dovessero sostituirsi altre spese.

Un bilancio pubblico, ricondotto rispetto al reddito a dimensioni normali, riqualificato nelle sue componenti di spesa, restituito alla sua funzione di strumento di politica economica, è garanzia necessaria di stabilità, di equilibrato sviluppo, di progresso civile.