

La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*

La politica monetaria ha svolto in Italia, in tutto il periodo successivo alla seconda guerra mondiale, un ruolo fondamentale per il controllo del ciclo produttivo, della bilancia dei pagamenti, dei prezzi.

Il presente studio era stato intrapreso con l'intento di descrivere motivazioni ed effetti della politica monetaria nell'ultimo decennio, allorché gli impulsi destabilizzanti, di origine sia interna che esterna, erano divenuti più frequenti e intensi richiedendo di conseguenza interventi numerosi e articolati. È sembrato tuttavia che le politiche di stabilizzazione del 1947-48 e quelle degli anni sessanta, il controllo dei tassi di interesse e della evoluzione degli aggregati monetari durante i periodi di sviluppo degli anni cinquanta e sessanta offrissero rilevanti esempi di politiche monetarie delle quali è interessante porre in luce analogie e differenze, negli strumenti e nei risultati, rispetto all'azione condotta nel periodo più recente.

La descrizione è attuata con metodo cronologico, situando l'analisi degli interventi di politica monetaria nel contesto dell'evoluzione congiunturale e in relazione agli altri interventi di politica economica. Nelle Relazioni della Banca d'Italia per gli anni dal 1947 in poi si ritrova la quasi totalità del materiale statistico. Per le interpretazioni e gli schemi interpretativi, oltre che alle Relazioni, si rinvia alle ricerche svolte dal Servizio Studi della Banca e in particolare a quelle relative al modello econometrico.¹

* L'A. ringrazia il dr. Guido Catli, il prof. Paolo Baffi e il dr. M. Ercolani per commenti a una prima versione del presente lavoro. Il dr. S. Lo Faso ha letto lo studio e ha suggerito alcuni adattamenti e integrazioni. Solo l'A. è responsabile delle opinioni qui espresse e di eventuali errori.

¹ Di particolare interesse per il periodo che va dall'immediato dopoguerra alla metà degli anni '60 sono alcuni saggi contenuti nel volume: P. BAFFI, "Studi sulla moneta", Milano, 1965; per il periodo 1960-1974 si veda invece: G. MENGARELLI,

La politica di stabilizzazione del dopoguerra e lo sviluppo degli anni cinquanta fino alla crisi del 1963-64

La stabilizzazione del 1947-48. La rapida inflazione del dopoguerra, che nel 1947 si manifesta ancora in un raddoppio dei prezzi all'ingrosso rispetto all'anno precedente (nel 1946 gli stessi prezzi erano circa 25 volte più elevati di quelli del 1938, ma l'aumento si era verificato soprattutto nel triennio 1944-46), viene arrestata nell'autunno di quell'anno essenzialmente attraverso una restrizione monetaria. Vengono anche avviate misure volte a contenere l'entità del disavanzo statale e adottati provvedimenti per favorire l'approvvigionamento di prodotti agricoli e alimentari e di materie prime per l'industria.

Il riassorbimento, tramite l'aumento dei prezzi, dell'ampia disponibilità di risorse liquide del sistema poteva considerarsi completo verso la fine del 1946; l'indice della produzione in valore e quello delle attività liquide dell'economia risultavano, infatti, a tale data, accresciuti ambedue di circa 20 volte rispetto al 1938.

Il processo inflazionistico continua tuttavia a essere alimentato nella prima metà del 1947 dal disavanzo del Tesoro (579 miliardi nell'esercizio 1946-47 e 787 miliardi nel 1947-48), che è pari a circa il 15 per cento del reddito nazionale, nonché dall'espansione incontrollata del credito bancario; gli impieghi aumentano, in tutto l'anno, del 73 per cento e i depositi del 45 per cento; l'espansione del credito finanzia accumuli di scorte di carattere speculativo aggravando la crescita dei prezzi.

Lo squilibrio della bilancia commerciale è, sempre con riferimento all'anno 1947, di 679 milioni di dollari e viene in gran parte coperto con gli aiuti del governo statunitense e con altri trasferimenti dall'estero. Gli esportatori sono obbligati a cedere metà dei loro ricavi all'Ufficio Italiano dei Cambi, al prezzo ufficiale, mentre possono commerciare sul mercato l'altra metà; nel maggio il corso del dollaro sul mercato libero, rispondendo a motivi di ordine politico, oltre che all'andamento dei conti con l'estero e alle aspettative di inflazione, sale in media a 906 lire, rispetto alle 568 registrate in gennaio. La

“Politica e teoria monetaria nello sviluppo economico italiano, 1960-74”, Torino, 1979, con una presentazione di Guido Carli. Si vedano inoltre: C. COTTARELLI, “Il modello economico nelle Relazioni della Banca d'Italia”, tesi di laurea dell'Università di Siena, prof. Tonveronachi, anno accademico 1976-77; F. BRUNI, G. RAGAZZI, “Sul controllo del credito in Italia”, *Giornale degli economisti e Annali di Economia*, settembre-ottobre 1977.

svalutazione del cambio rende più cari i prodotti importati e rarefa l'offerta interna rendendo più conveniente l'esportazione.

L'indicizzazione delle retribuzioni nel settore industriale, adottata sul finire del 1945, restituisce ai lavoratori dipendenti il potere d'acquisto eroso dall'inflazione.

Parallelamente all'inflazione acquista vigore la ripresa dell'attività produttiva che, dopo essere diminuita nell'immediato dopoguerra probabilmente al di sotto della metà del livello del 1938, ritorna nel 1947 su un livello pari all'80 per cento di quello di prima della guerra.

Alla metà del 1947 permane ancora una forte dispersione nelle percentuali di aumento dei prezzi rispetto al 1938, indicando una non completa ricomposizione dei valori relativi. La banca centrale tenta di arrestare già all'inizio del 1947 la rapida espansione dei crediti e depositi bancari, richiamando l'applicazione delle norme relative alla costituzione di riserve obbligatorie previste dalle leggi del 1926 e 1936; tali norme, ispirate al principio di difesa dei depositanti rispetto all'insolvenza delle aziende di credito, prevedono il versamento, in contanti o titoli, della eccedenza dei depositi rispetto a un multiplo del patrimonio (pari a 20 volte secondo la legge del 1926, portato a 30 nel febbraio del 1946 per tener conto degli effetti dell'inflazione). La manovra risulta di difficile attuazione per la forte dispersione creatasi all'interno del sistema bancario nel rapporto tra depositi e patrimonio, e dà scarsi risultati pratici; viene allora messa allo studio una normativa più razionale esplicitamente finalizzata al controllo monetario.

In giugno, dopo la formazione del governo che esclude dalla maggioranza i partiti di sinistra, il corso del dollaro mostra una netta inversione; i prezzi continuano ad aumentare fino a settembre, ma più lentamente; si ricompongono gli squilibri più gravi nei prezzi relativi.

Le nuove norme per il controllo dell'attività del sistema bancario vengono applicate in settembre (dopo l'istituzione del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio, al quale viene affidata la supervisione della politica monetaria e creditizia). Si fa obbligo alle aziende di credito, con l'esclusione delle Casse di risparmio, di versare entro il 30 settembre, in titoli di Stato o garantiti dallo Stato, presso l'Istituto di emissione, o in contante presso lo stesso Istituto o presso il Tesoro, il 20 per cento dell'eccedenza dei depositi rispetto al decuplo del patrimonio, con un limite massimo pari al 15 per cen-

to dei depositi. L'incremento dei depositi rispetto al 1° ottobre viene quindi assoggettato a una riserva obbligatoria, in contante o titoli, pari al 40 per cento, fino ad un limite massimo del 25 per cento della consistenza degli stessi depositi.

L'introduzione delle riserve obbligatorie frena, in un primo momento, l'espansione del credito bancario in misura probabilmente considerevole, anche se la limitata disponibilità di dati statistici non consente di misurare correttamente l'evoluzione indipendentemente da fattori stagionali, negli ultimi mesi del 1947 e nei primi mesi del 1948. L'indice generale dei prezzi segna una diminuzione e in dicembre risulta, rispetto a settembre, inferiore del 7-8 per cento; si mettono in moto fenomeni di riduzione delle scorte che prolungano il movimento discendente fino alla metà del 1948; la diminuzione raggiunge il 15 per cento, sia per i prezzi ingrosso che per il costo della vita. Anche la produzione segna una contrazione fino ai primi mesi del 1948, ma riprende a crescere a metà anno stimolata da una ripresa delle esportazioni; il valore di queste aumenta nel 1948 del 60 per cento, rispetto all'anno precedente, mentre le importazioni crescono dell'8 per cento. Pertanto, lo squilibrio della bilancia commerciale si riduce, nel 1948, a 345 milioni di dollari.

L'aumento della pressione fiscale permette di contenere in 416 miliardi il disavanzo del Tesoro per l'esercizio finanziario 1948-1949, nonostante l'incremento delle spese. Si procede ad una certa liberalizzazione e razionalizzazione del mercato dei cambi, riequilibrando i corsi relativi delle differenti valute. La quotazione del dollaro ridiscende a fine 1947 a 575 lire e rimarrà su tale livello fino al settembre del 1949, allorché, in seguito alla svalutazione della sterlina, viene fissata la parità di circa 625 lire per dollaro, parità che sarà mantenuta fino a tutto l'anno 1971.

Nel 1948 si permette ancora una espansione del 45 per cento circa sia degli impieghi sia dei depositi; i salari, per il meccanismo della scala mobile, continuano a crescere per tutto l'anno, con un sensibile aumento del valore reale delle retribuzioni.

Lo sviluppo degli anni cinquanta. Le ampie disponibilità valutarie fornite dal Piano Marshall, che nella sua stesura iniziale prevede donazioni e finanziamenti per oltre 20 miliardi di dollari, da effettuarsi tra il 1° aprile 1948 e il 30 giugno 1952, permettono un vigoroso ciclo espansivo dell'economia europea e mondiale legato alla ricostruzione.

L'Italia fruisce dal 1948 al 1953 di donazioni per oltre un mi-

liardo e mezzo di dollari. Inserendosi nel ciclo di ripresa postbellico e rispondendo a una progressiva espansione della domanda interna e al connesso aumento della produttività e dell'occupazione, l'economia italiana sperimenta una fase di rapido sviluppo in condizioni di stabilità dei prezzi. La fase di crescita, attraverso un circolo virtuoso di alti investimenti, elevata crescita della produttività, stabilità dei prezzi e sviluppo dell'occupazione, si prolunga per tutti gli anni cinquanta. L'accumulo di riserve, permesso inizialmente dal Piano Marshall, rafforza la stabilità del tasso di cambio e dei prezzi.

Tra il 1948 e il 1958 la produzione industriale cresce del 123 per cento vale a dire del 9,3 per cento all'anno in media; nel settore dei beni di investimento lo sviluppo è più rapido e prossimo, in media, all'11 per cento all'anno. Il processo di sviluppo si giova della vasta applicazione all'industria di nuove tecnologie che conducono a un costante aumento della produttività.²

Il livello dei prezzi ingrosso risulta nel 1958 uguale a quello del 1948. A prezzi stabili o in decremento nel settore industriale corrispondono incrementi nel settore agricolo e in quello dei servizi, cosicché il costo della vita segna un aumento del 32 per cento nel decennio, pari a poco meno del 3 per cento su base annua. Alla stabilità dei costi e dei prezzi contribuisce l'abbondante offerta di lavoro e l'elevato tasso di disoccupazione;³ l'incremento delle retribuzioni in termini reali si ragguaglia, in media, al 3 per cento all'anno.

La bilancia dei pagamenti e la politica monetaria. Nel complesso, in tale periodo, la politica monetaria opera con l'obiettivo di contenere la domanda interna a un livello compatibile con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti; il saldo globale risulta in sensibile attivo nel 1948 e soprattutto nel 1949 (rispettivamente 225 e 435 milioni di dollari); sia il saldo corrente che quello globale rimangono invece in prossimità dell'equilibrio tra il 1950 e il 1956. Nel 1957 i saldi ridivengono attivi e particolarmente elevati nel 1958 e 1959. La situazione di forte attivo permane fino al 1961. Si continua nell'azione di progressiva eliminazione degli accordi di clearings bilaterali

² Cfr. A. FAZIO, F. VICARELLI, "Un modello di domanda per beni di investimento: formulazione teorica e applicazione al settore estrattivo e manifatturiero dell'economia italiana", *Rivista di Politica Economica*, 1966; F. VICARELLI, "La funzione di produzione ad elasticità di sostituzione costante e la stima del tasso di progresso tecnico", *Rivista di Politica Economica*, 1967.

³ Cfr. F. MODIGLIANI, E. TARANTELLI, "A Generalization of the Phillips Curve for a Developing Economy", *Review of Economic Studies*, 1973.

e alla liberalizzazione del commercio delle valute, fino a giungere, nel 1958, alla dichiarazione di convertibilità esterna della nostra moneta nei confronti di tutte le altre valute. Le riserve valutarie si accrescono sensibilmente in valore assoluto, passando da 276 miliardi a fine 1952 a 2.096 miliardi a fine 1959.

Nel periodo in esame l'espansione del credito e della moneta è più rapida di quella del valore aggiunto e della produzione; gli impieghi bancari e i depositi crescono in media del 17,4 per cento l'anno fra il 1948 e il 1958. Dal lato degli attivi bancari il processo è giustificato dall'elevata dipendenza dal credito degli investimenti, in rapida espansione; i tassi bancari attivi segnano nel periodo una costante diminuzione. Dal lato dei depositi, con tassi di rendimento approssimativamente costanti, l'abbassamento della velocità di circolazione rispetto al reddito è giustificata dal progressivo aumento della ricchezza.

Dopo la stabilizzazione del 1947-1948 il controllo dell'attività del sistema bancario e della base monetaria viene attuato essenzialmente attraverso la politica del debito pubblico (regolazione delle emissioni a medio e lungo termine) e la struttura dei tassi di interesse; a tal fine viene stabilito nel 1952 che per la costituzione delle riserve obbligatorie sono utili soltanto il contante e i buoni ordinari del Tesoro, mentre resta esclusa la più vasta gamma di titoli pubblici e privati ammessi in precedenza.

Il rapporto fra liquidità e depositi nella prima metà degli anni cinquanta si mantiene al di sopra del 10 per cento; l'elevatezza del coefficiente di riserva obbligatoria rende però più facile il controllo degli aggregati monetari attraverso la regolazione della base monetaria.

Nel 1958 vengono assoggettate all'obbligo di riserva, in misura pari al 20 per cento dell'incremento dei depositi, anche le Casse di Risparmio; la riserva può essere versata presso l'Istituto centrale delle stesse Casse; questo, a sua volta, ha facoltà di investire in titoli pubblici la metà della stessa riserva e di ridepositare l'altra metà, sotto forma di contante e buoni ordinari del Tesoro, presso la banca centrale.

L'accelerazione congiunturale alla fine degli anni cinquanta e la crisi. Nel 1957 si verifica un temporaneo rallentamento congiunturale degli investimenti a cui si reagisce permettendo all'ampia formazione di base monetaria proveniente dal canale estero di accrescere la

liquidità delle banche. Il rapporto liquidità-depositi risale a fine 1958 al 13,8 per cento e a fine 1959 al 14,7 per cento.⁴

Gli investimenti riprendono sul finire del 1959 segnando in quell'anno un aumento dell'8,2 per cento in termini reali e nel 1960 del 19 per cento. Gli impieghi bancari, già a partire dal 1959, e i depositi a partire dal 1960, hanno tassi di incremento dell'ordine del 20 per cento, superiori a quelli costatati durante il decennio precedente. I tassi a lungo termine (titoli di stato) raggiungono valori minimi, inferiori al 5 per cento, alla fine del 1961 e nella primavera del 1962.

Alla fine del 1961 la liquidità bancaria è di nuovo ridiscesa al 7 per cento dei depositi. In presenza di un rallentamento degli investimenti, che stavano concludendo un ciclo di rapida espansione, il coefficiente massimo di riserva obbligatoria per le aziende di credito viene ridotto dal 25 al 22,5 per cento; il provvedimento mette a disposizione del sistema bancario circa 200 miliardi di riserve liquide addizionali che permettono un ulteriore rapido accrescimento degli impieghi.

Il rapporto fra la formazione complessiva di attività finanziaria e prodotto interno lordo a prezzi correnti, che fino al 1957 era rimasto sempre sensibilmente al di sotto del 10 per cento, raggiunge il 15 per cento nel 1961 e il 16,4 per cento nel 1962.⁵ In particolare, presenta un fortissimo accrescimento il credito ai settori dell'economia diversi dalla Pubblica Amministrazione. Le percentuali di finanziamento rispetto al prodotto interno e rispetto agli investimenti presentano nel quadriennio 1960-1963 valori doppi di quelli osservati nel quadriennio precedente.

La forte crescita della domanda, anche per consumi, e l'accumulo di scorte comincia a non trovare più sufficiente corrispondenza nell'offerta interna in condizioni di prezzi stabili; il tasso di disoccupazione raggiunge nel 1963 il valore minimo del 2,5 per cento delle forze di lavoro. I prezzi all'ingrosso salgono del 30 per cento nel 1962 e del 5,2 nel 1963.

La bilancia dei pagamenti corrente è ancora attiva per quasi 200 miliardi nel 1962 mentre il saldo dei movimenti di capitali ridiviene

⁴ L'analisi dei più significativi rapporti finanziari per gli anni dal 1951 al 1970 si trova in F. COTULA, M. CARON, "I conti finanziari dell'Italia", Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia, 1971. Per gli anni successivi al 1970 gli aggiornamenti si ritrovano nella Relazione annuale della Banca d'Italia.

⁵ Cfr. F. COTULA, M. CARON, "I conti finanziari dell'Italia", *op. cit.*

negativo per la prima volta dal 1950; nel 1963 la bilancia corrente diviene passiva per 400 miliardi con importazioni che crescono del 22 per cento in quantità (nel 1962 la crescita era stata del 15); le esportazioni rallentano sensibilmente (aumento del 7 per cento in termini reali, contro il 16 per cento nel 1961 e l'11 per cento nel 1962) per effetto dell'eccesso di domanda all'interno e per il rallentamento della congiuntura internazionale.

L'esplosione salariale, connessa anche a modifiche del quadro politico, conduce a un aumento della massa dei redditi da lavoro dipendente del 18 nel 1962 e del 23 per cento nel 1963.

La stabilizzazione del 1963-64. La stabilizzazione viene attuata mediante un contenimento dell'espansione monetaria. I tassi d'interesse cominciano a presentare segni di tensione, sia pure moderati, a partire dalla metà del 1962, ma la restrizione creditizia diviene più netta con l'aggravarsi del processo inflazionistico e della situazione dei conti con l'estero. Nell'estate del 1963 si opera attraverso il controllo dei rifinanziamenti della banca centrale alle altre banche e bloccando, a partire dall'agosto, l'aumento della posizione passiva netta verso l'estero delle aziende di credito (impedendo in tal modo il finanziamento delle importazioni e della produzione interna con fondi attinti sui mercati esteri).

Nella primavera del 1964 si interviene anche con una politica fiscale volta ad aumentare le entrate tributarie in misura dell'ordine dell'1 per cento del reddito nazionale; tale azione interviene allorché alcuni importanti indicatori di produzione hanno già superato il punto massimo, ma in presenza di una situazione ancora di forte tensione nei prezzi e nella bilancia dei pagamenti.

A stabilizzare le aspettative nel settore valutario concorre in misura determinante l'ottenimento di un credito stand-by da parte della Riserva Federale di New York (sotto la forma tecnica di swap lire-dollari con la Banca d'Italia) di un miliardo di dollari che accresce sensibilmente le disponibilità valutarie del paese.

La rapida reazione, soprattutto delle importazioni e delle esportazioni, alle misure di contenimento interno — caratteristiche queste che verranno osservate anche nei cicli successivi — portano in attivo la bilancia dei pagamenti già nell'anno 1964; la ripresa delle esportazioni è connessa anche al sensibile miglioramento del ciclo internazionale. La decelerazione del processo inflazionistico è più lenta e si estende a tutto l'anno 1965.

La ripresa successiva al 1964, la stabilizzazione del corso dei titoli e la crisi del 1969

La recessione produttiva connessa agli interventi di politica monetaria e fiscale dura solo alcuni mesi. Sulla spinta di una ripresa della domanda estera la produzione riprende a crescere dal secondo semestre del 1964. I consumi aumentano, sia pure con qualche incertezza, a partire dalla metà del 1965; il livello degli investimenti rimane invece depresso ancora per buona parte dello stesso anno.

Il rallentamento dell'inflazione è, come ricordato, graduale; i prezzi ingrosso risentono immediatamente della caduta della domanda, ma il deflatore implicito del prodotto interno lordo aumenta ancora del 6,7 per cento nel 1964 e del 4,4 nel 1965 (dopo tassi di aumento del 6,2 e dell'8,9 per cento rispettivamente nel 1962 e 1963); solo nel 1966 il tasso di aumento scende al 2,2 per cento. La bilancia dei pagamenti corrente, già in attivo nel 1964, presenta un saldo particolarmente consistente nel 1965, il primo di una lunga serie destinata a prolungarsi fino al 1972.

La reflazione. La migliorata situazione valutaria e l'attenuazione del processo inflazionistico, da un lato, l'aumento della disoccupazione e la caduta degli investimenti, dall'altro, creano un clima di opinione favorevole a una politica di stimolo dell'attività economica attraverso l'espansione del disavanzo pubblico. Il disavanzo del governo centrale (Tesoro, Cassa DD.PP. e aziende autonome) raddoppia tra il 1964 e il 1965.

La politica monetaria si trova ad operare in un contesto in cui il volume dell'intermediazione finanziaria risulta sensibilmente accresciuto sia per l'aumentato fabbisogno del settore pubblico, sia per le maggiori necessità di finanziamento del settore privato conseguenti alla redistribuzione di redditi a favore del lavoro. La quota di finanziamento al settore privato rimane tuttavia, rispetto al totale, al di sotto dei valori del quadriennio 1960-1963.

Il rapporto tra formazione di attività finanziarie e prodotto interno lordo a prezzi correnti, che nel 1964 era disceso al 10,2 per cento, risale nel 1965 al 15,2 per cento e nel 1966 al 17,1 per cento. Il rendimento delle obbligazioni, che poco prima della metà del 1964 si era elevato in media al di sopra del 7,5 per cento, diminuisce costantemente situandosi al di sotto del 7 per cento alla fine dello

stesso anno e intorno al 6,5 per cento alla fine del 1965. L'accresciuto disavanzo del settore pubblico e le maggiori necessità delle imprese comportano in particolare un forte aumento delle emissioni di titoli a reddito fisso a lungo termine. Il rapporto tra emissioni nette di tali titoli e prodotto interno lordo, che fino al 1963 si era mantenuto al di sotto del 4 per cento, sale nel 1965 al 5,4 e nel 1966 al 7,4 per cento. Sorgono dubbi sulla possibilità di collocare nel mercato, presso le banche e i privati, ingenti importi di titoli senza provocare un aumento dei tassi di rendimento.

Nell'ottobre del 1964 la Banca d'Italia aveva già ricevuto dal Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio la possibilità di autorizzare l'investimento in titoli a medio e lungo termine della quota di riserve obbligatorie delle Casse di Risparmio da depositare presso la stessa Banca d'Italia. A partire dall'ottobre del 1965 viene consentito anche alle altre aziende di credito di utilizzare titoli a lungo termine per la copertura degli obblighi di riserva relativi all'incremento di depositi a risparmio. Le categorie di titoli ammesse per gli investimenti delle riserve, sia delle Casse di Risparmio che delle altre banche, sono stabilite dall'organo di vigilanza; in seguito, la composizione delle riserve viene più volte adattata in funzione della composizione dell'offerta di titoli.

I provvedimenti equivalgono a una riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria e a un aumento del moltiplicatore del credito;⁶ la creazione di base monetaria viene in corrispondenza ridotta a seguito del minore acquisto di titoli da parte della banca centrale.

La stabilizzazione dei corsi dei titoli. Per incoraggiare la domanda spontanea da parte del sistema bancario e il collocamento presso il pubblico si dà inizio, nella prima metà del 1966, a una politica di stabilizzazione dei corsi, garantendo un rendimento per i titoli degli istituti di credito mobiliare intorno al 6,5 per cento e per i titoli di stato intorno al 5,5 per cento. Con tale politica la Banca d'Italia si pone come acquirente o venditrice, a prezzi predeterminati e per importi teoricamente illimitati, di una larga gamma di titoli pubblici trattati sul mercato mobiliare. Il livello dei tassi viene scelto in funzione del livello prevalente sui mercati internazionali e del saggio di inflazione all'interno.

⁶ Cfr. G. CALIGIURI, B. SITZIA, "Effetti della manovra delle riserve obbligatorie nel periodo 1963-1973", in questa *Rivista*, marzo 1975; D. CROFF, "La base monetaria aggiustata", Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 2-3, 1978.

La politica conduce a una stabilizzazione oltre che dei rendimenti, delle aspettative, aumentando il grado di liquidità e ampliando il mercato dei titoli a reddito fisso; tali effetti si hanno sia per i titoli sui quali si interviene direttamente, sia per gli altri titoli; ne discende un sensibile incremento della domanda da parte sia delle banche sia del pubblico.

Il rapporto tra acquisti di titoli da parte delle aziende di credito (esclusa la parte depositata a riserva obbligatoria) e la formazione dei depositi sale al 37,5 per cento in media per gli anni che vanno dal 1965 al 1968; lo stesso rapporto negli anni precedenti si era mantenuto intorno al 19,4 per cento; occorre però tener presente la limitatezza della domanda di crediti a breve in alcuni degli anni considerati.

Il rapporto tra sottoscrizioni nette da parte dei privati (famiglie e imprese) e prodotto interno lordo supera il 3 per cento nel 1966 e si mantiene tra il 2,5 e il 3 per cento negli anni successivi; negli anni precedenti al 1966 si era aggirato intorno all'1,5 per cento. Nel 1966 le sottoscrizioni in titoli rappresentano il 28 per cento della formazione di attività finanziarie delle famiglie. Negli anni 1967 e 1968 il rapporto resta al di sopra del 20 per cento contro una media del 16 per il biennio 1964-1965.

Per quanto riguarda le aziende di credito la stabilizzazione dei corsi induce anche una diminuzione del rapporto tra attività liquide (definite come ammontare di attività libere classificabili come componenti della base monetaria) e depositi: i titoli a lungo termine, data la possibilità di smobilizzo senza perdite connessa all'intervento teoricamente illimitato della banca centrale, svolgono una funzione di riserva di liquidità.

Durante il periodo di stabilizzazione dei corsi, dato anche il basso tasso di inflazione, la banca centrale diviene, rispetto al mercato, venditrice netta di titoli anziché acquirente. La stabilità dei tassi a medio e lungo termine e il rilevante ammontare di titoli collocati in tale periodo costituiscono un punto di riferimento per tutta la struttura dei tassi di interesse. Il tasso sugli scoperti di conto corrente si stabilizza intorno al 7 per cento; quelli sui depositi bancari, sia a risparmio che in conto corrente, tendono ad adeguarsi lentamente al rendimento dei titoli.

Si determina una crescita più rapida dei depositi in conto corrente rispetto ai depositi a risparmio, in conseguenza di vantaggi di ordine fiscale consistenti nella possibilità per il sistema bancario di

trattare conti correnti come depositi detenuti essenzialmente da imprese soggette a tassazione, solo in un momento successivo, in base ai risultati di bilancio. Per i depositi a risparmio, la presunzione a fini fiscali di appartenenza alle famiglie comporta per le banche la necessità di pagare la relativa imposta che di fatto non viene traslata sui depositanti.⁷ Da tutto ciò discende la tendenza per le banche, che in un primo momento, in conseguenza della politica di stabilizzazione dei titoli, avvertono una riduzione della quota di intermediazione, ad effettuare un'attiva concorrenza per l'acquisizione dei depositi, muovendo principalmente i rendimenti dei conti correnti.

I flussi finanziari. L'andamento degli interventi della banca centrale e la composizione degli attivi bancari e della ricchezza finanziaria del pubblico sopra ricordati dimostrano che la stabilizzazione dei tassi di interesse, realizzata anche mediante un intervento teoricamente illimitato della banca centrale, non comporta necessariamente un aumento della base monetaria e della moneta, purché il livello dei tassi prescelto per la stabilizzazione risulti sufficientemente elevato. Tra il 1964 e il 1968 i depositi bancari si incrementano in media del 15 per cento all'anno; la crescita è meno rapida di quella del decennio 1948-1958, con tassi di sviluppo identici del reddito nazionale lordo a prezzi correnti (intorno all'8,5 per cento) e con un differenziale tra rendimento dei titoli e rendimento dei depositi molto minore.

Il vantaggio di una politica di stabilizzazione, rispetto a una politica che si basa semplicemente sull'espansione monetaria, oltre a quello di una maggiore stabilità dei rendimenti e degli aggregati, consiste nella possibilità di alterare in qualsiasi momento, in senso restrittivo, il grado di liquidità dell'economia mediante la sospensione degli interventi: ciò in conseguenza del contenimento del volume di base monetaria e dei depositi che si ottiene, appunto, con la politica di stabilizzazione. Gli inconvenienti della stessa politica si ritrovano invece nella difficoltà di regolare ciclicamente il volume di base monetaria, specialmente in funzione delle oscillazioni nel volume del disavanzo pubblico. Inoltre, fissato un livello dei tassi, risulta difficile variare il tasso prescelto senza infrangere, per un periodo più o meno lungo, la stabilità delle aspettative.

⁷ Tutta la normativa è stata modificata con la riforma fiscale in vigore, per questi aspetti, dal 1974.

La situazione di liquidità e il livello dei tassi di interesse sui mercati internazionali, adottati come riferimento all'inizio della politica di stabilizzazione, si modificano leggermente già nel corso del 1966, ma presentano variazioni sensibili soprattutto dalla seconda metà dell'anno 1967. La forte ripresa dell'economia e del commercio mondiale, l'eccesso di domanda interna negli Stati Uniti connesso all'impegno militare nel Vietnam, i conseguenti squilibri nei pagamenti internazionali, i processi inflazionistici e le reazioni delle autorità monetarie portano nel 1968 a un aumento di tutta la struttura dei tassi di interesse. Il mercato dell'eurodollaro, che già nella seconda metà degli anni '60 ha raggiunto dimensioni notevoli, assorbe l'impatto delle tensioni di liquidità e della riallocazione dei flussi di liquidità internazionale, ma contribuisce a diffondere l'aumento dei tassi di interesse.

Il differenziale tra tassi di interesse interni e quelli esteri accresce le fuoriuscite di capitali già in atto e induce movimenti nella posizione netta sull'estero delle aziende di credito; si acquiscono anche le fughe di capitali attraverso l'esportazione clandestina e il successivo rimpatrio delle banconote, fenomeno questo iniziato su larga scala durante la crisi del 1963-1964. La bilancia dei pagamenti nel 1967 presenta un attivo di parte corrente di 1.600 miliardi e nel complesso di soli 320; nel 1968 l'attivo di parte corrente è di 1.650 miliardi e il totale di 390.

La posizione netta sull'estero delle banche diminuisce nel 1967 di 142 miliardi, ma si accresce di 446 nel 1968; questi movimenti vengono tuttavia tollerati dalle autorità monetarie, oltre che in funzione dell'equilibrio interno, anche allo scopo di attenuare le tensioni che si manifestano sul mercato dell'eurodollaro e considerando la posizione eccedentaria del sistema bancario nei confronti dell'estero come una riserva di liquidità internazionale a cui attingere in caso di squilibri.

Investimenti, occupazione, costi, prezzi. La politica di stabilizzazione dei corsi ha effetti positivi sull'attività economica interna: l'offerta assolutamente elastica di credito, sia pure a tassi di interesse reali positivi, intorno al 3-4 per cento, agisce favorevolmente sulla formazione di capitale. Gli investimenti cessano di diminuire nel corso del 1965 e tornano a crescere nell'anno successivo (la ripresa nel settore delle abitazioni è più lenta); gli investimenti produttivi reagiscono in particolare al forte aumento dei consumi (6,9 per cento in termini reali nel 1966 e altrettanto nel 1967) e al migliore utilizzo

della capacità produttiva (passato da circa 83 per cento all'inizio del 1965 a 90 per cento nel 1967) e, in definitiva, alla politica di reflazione attuata tramite il disavanzo pubblico. Nell'anno 1967 il tasso di aumento degli investimenti fissi lordi in termini reali è di circa il 12 per cento e nel 1968 dell'11.

Comincia tuttavia a prendere consistenza un fenomeno che diverrà più evidente nei successivi cicli di ripresa degli investimenti, in particolare del 1973-74, e che si è ulteriormente accentuato negli anni successivi, vale a dire la natura di "labour saving" degli investimenti fissi. Tale indirizzo nell'attività di investimento è conseguente alla variazione dei prezzi relativi dell'input di lavoro rispetto al costo del capitale nel settore industriale, nonché a una alterazione più profonda dei rapporti fra imprese e lavoro organizzato, intervenuta dopo la crisi del 1963. Il numero degli occupati, che nel 1964 aveva già presentato una lieve flessione rispetto all'anno precedente, continua, nonostante la forte ripresa della produzione, a diminuire negli anni successivi. Nel 1968, con un livello di prodotto interno lordo in termini reali (a prezzi 1970) che supera del 27 per cento quello del 1963, l'occupazione nell'industria risulta inferiore del 2,5 per cento e quella totale del 4 per cento. Corrispondentemente il numero dei disoccupati nel 1968 è ancora superiore del 35 per cento a quello del 1963.

La moderazione negli aumenti salariali, dopo la crisi del 1964, e il forte aumento di produttività conducono di nuovo a un periodo di notevole stabilità dei prezzi: quelli ingrosso, che tra il 1962 e il 1965 erano cresciuti del 10 per cento, aumentano di meno del 2 per cento complessivamente nei tre anni che vanno dal 1965 al 1968.

La crisi del 1969 e la reazione delle autorità monetarie. Le esportazioni italiane aumentano nel 1968 del 16 per cento in termini reali. Alla fine dello stesso anno l'economia dei principali paesi occidentali è caratterizzata da una sensibile accelerazione dell'attività produttiva, che induce però anche aumenti dei prezzi delle materie prime e semilavorati e accentua gli squilibri nei sistemi dei pagamenti internazionali; i tassi di interesse, dopo un abbassamento a metà anno, sono di nuovo in aumento a fine 1968. Il movimento ascendente si accentua nel corso del 1969 in conseguenza del tentativo delle autorità monetarie dei più importanti paesi di frenare l'inflazione e correggere gli squilibri con provvedimenti restrittivi.

In Italia l'attività di investimento presenta alla fine del 1968

una sensibile ripresa risentendo del buon andamento della domanda sia esterna che interna; gli impulsi espansivi generati dal disavanzo pubblico nel corso del 1968 contribuiscono a una accelerazione dei consumi. Si accelerano pure, per motivi connessi a disposizioni di ordine amministrativo, gli investimenti edilizi, già in forte ripresa nel 1968.

Si avverte l'effetto soprattutto sui prezzi ingrosso degli aumenti registrati sui mercati internazionali. Il forte differenziale fra tassi di interesse interni, che sono ancora sui livelli del 1965, e tassi sull'euromercato, che presentano punte superiori al 10 per cento, accentua le uscite di capitali. Pur con la parte corrente in attivo, la bilancia dei pagamenti globale presenta un passivo di 230 miliardi nel primo trimestre del 1969 e di 330 nel secondo.

La diminuzione delle riserve ufficiali viene parzialmente compensata riducendo la posizione attiva netta sull'estero del sistema bancario; alla distruzione di base monetaria per il canale estero si fa fronte con un sensibile aumento, nei primi mesi dell'anno, dei rifinanziamenti della banca centrale alle aziende di credito e con l'acquisto di titoli sul mercato secondario; nel secondo trimestre la Banca d'Italia riduce l'espansione dei rifinanziamenti alle banche, ma diviene acquirente netta di titoli a lungo termine per importi considerevoli.

La riforma del mercato dei BOT. Al fine di restituire indipendenza al controllo della base monetaria nei confronti del disavanzo pubblico, limitando l'impatto sul mercato dei titoli a lungo termine (la cui offerta rimane elevata e importante per il finanziamento degli investimenti), viene sospesa in maggio la prassi, in vigore dal 1962, di acquisto e vendita, senza limiti, a prezzi corrispondenti al tasso ufficiale di sconto, per i buoni ordinari del Tesoro: si stabilisce che la banca centrale è libera di acquistare e vendere tali buoni ordinari per l'ammontare e ai prezzi ritenuti coerenti con gli obiettivi di controllo della liquidità del sistema. Il rendimento sale per la prima volta dopo molti anni (in pratica dal 1958 era sempre rimasto in prossimità del 3,5 per cento) al 4,44 per cento in maggio e al 4,99 per cento in luglio; la manovra, tuttavia, non dà risultati consistenti, in termini di ammontare di titoli collocati sul mercato, dato l'ancora scarso sviluppo dello stesso.

Nel giugno del 1969 il livello della produzione industriale è superiore del 7 per cento al livello medio del 1968 e la disoccupazione

si avvicina, specialmente nell'Italia nord-occidentale, ai valori minimi toccati nel 1963; i prezzi, soprattutto ingrosso, danno sintomi di tensione ma il loro aumento è ancora moderato; permane invece abbastanza elevata la pressione sul mercato dei cambi.

In tali condizioni e in vista di una stagione di rinnovi contrattuali nell'industria (scadono nella seconda metà del 1969 i contratti triennali per circa il 70 per cento degli occupati nel settore) estremamente pesanti sia in termini normativi che di aumenti salariali — non sono estranei, anche in questo caso, fattori e motivazioni di ordine politico in senso ampio — la politica monetaria assume un carattere progressivamente più restrittivo.

La sospensione della politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli. Viene praticamente sospeso in luglio l'intervento, ai tassi fissati nel 1965, sul mercato dei titoli; si spera che lo stesso mercato possa trovare un nuovo equilibrio con tassi di rendimento superiori di mezzo o al massimo di un punto percentuale rispetto al livello precedente. In agosto, dopo undici anni, viene modificato il tasso ufficiale di sconto portandolo dal 3,5 al 4 per cento. La manifestazione di volontà di sospensione degli interventi genera aspettative di caduta dei corsi dei titoli con un arresto immediato della domanda da parte del pubblico; questa era rimasta particolarmente sostenuta durante tutto il primo semestre, nonostante il peggioramento delle aspettative inflazionistiche. Anche gli acquisti del sistema bancario, già fortemente ridotti per far luogo all'espansione degli impieghi, si riducono ulteriormente.

La Banca d'Italia interviene di nuovo in misura consistente per rallentare la caduta dei corsi ed evitare il formarsi di condizioni disordinate sul mercato dei titoli; tale azione ha però l'effetto di prolungare a tutto il secondo semestre il periodo di aggiustamento, con la conseguente necessità di ampliare gli interventi della banca centrale al di sopra di quelli effettuati nel secondo trimestre dell'anno con tassi ancora stabili. La creazione di base monetaria per tale via compensa parzialmente la distruzione operata dalla bilancia dei pagamenti. Su questa, oltre alla continuazione delle fughe di capitali, influiscono ora le sospensioni del lavoro nel settore industriale che, con 228 milioni di ore perdute per scioperi (contro 50 milioni nel 1968), conducono a una caduta della produzione dell'8 per cento nell'ultimo quadrimestre dell'anno (rispetto al quadrimestre precedente) e a un rallentamento sensibile delle esportazioni.

La caduta della produzione influisce anche, sia pure in misura più limitata, sulle importazioni, cosicché la bilancia corrente rimane attiva; quella complessiva chiude invece con un passivo di 885 miliardi (le uscite di capitali sono di 2.347 miliardi contro 1.056 miliardi nel 1968 e 640 nel 1967).

Nonostante il forte rallentamento del secondo semestre, l'anno 1969 si chiude con un aumento del prodotto interno lordo del 5,7 per cento nel 1968; il deflatore implicito risulta tuttavia cresciuto del 4,2 per cento, contro l'1,5 nell'anno precedente. Pure le retribuzioni presentano una sensibile accelerazione con aumenti dei salari orari intorno all'8 per cento, contro il 4 dell'anno 1968.

La scomparsa della domanda di titoli a reddito fisso da parte del pubblico e la forte riduzione di quella proveniente dal sistema bancario (rimane la domanda per soddisfare le necessità di riserva obbligatoria) fanno venir meno la principale fonte di provvista per gli istituti di credito speciale. Ne deriva un razionamento dei finanziamenti a medio e lungo termine, con effetti depressivi sulla domanda per investimenti che si sommano a quelli generati dal rallentamento del processo produttivo.

Le banche fruiscono della raccolta di fondi che in precedenza si dirigeva al mercato finanziario; si ha così un fenomeno inverso a quello del 1965, allorché all'aumento della domanda di titoli faceva riscontro un rallentamento nel flusso di nuovi depositi; le stesse banche non sono tuttavia in grado di far fronte alla domanda di prestiti, che deve ora soddisfare anche parte di quella che si rivolgeva in precedenza agli istituti di credito speciale, con conseguenti fenomeni di razionamento, soprattutto alle imprese di più limitata dimensione.

Per questi motivi e nonostante la caduta della produzione e il contenimento dell'espansione monetaria l'anno 1969 si chiude con un aumento degli impieghi e dei depositi bancari che non presenta rallentamenti significativi rispetto all'anno precedente. Anche il rapporto tra finanziamenti complessivi e reddito nazionale non registra alcuna diminuzione rispetto agli anni precedenti, ma a fronte di detti finanziamenti stanno le ricordate uscite di capitali e un più elevato rapporto tra investimenti e reddito (il rallentamento della seconda metà dell'anno è più forte per la produzione che per gli investimenti). I tassi di interesse a lungo termine, con movimenti progressivi nel corso del secondo trimestre, risultano superiori, a fine anno, di circa un punto percentuale rispetto al livello mantenuto fino a giugno; analogo movimento si osserva per i tassi bancari attivi.

Dal 1970 al 1973: limitato sviluppo e inflazione

Il lento sviluppo dal 1970 al 1972. Le controversie di lavoro del 1969, oltre ad aumenti dei costi, comportano regolamentazioni e atteggiamenti nei rapporti fra industria e sindacati che riducono le possibilità di utilizzo degli impianti e la mobilità del lavoro anche all'interno di una stessa azienda, con effetti negativi sulla produttività. Le vertenze continuano nel 1970, con 85 milioni di ore perdute nell'industria. L'aumento dei salari contrattuali nell'industria raggiunge in tale anno il 18,6 per cento, contro il 6,6 nel 1969 e il 3,0 nel 1968; per i salari di fatto l'aumento è leggermente superiore. Il costo del lavoro per unità di prodotto aumenta nelle industrie manifatturiere del 13,6 per cento.

Nella prima metà e soprattutto nel primo trimestre del 1970 si verifica una ripresa sostenuta della produzione, che risente anche dei recuperi per le perdite dell'anno precedente. La produzione industriale nel complesso dell'anno aumenta dell'8 per cento, ma in corso d'anno l'andamento è pressoché stazionario e il livello dell'ultimo trimestre risulta inferiore a quello del primo.

L'economia italiana riflette nei suoi andamenti analoghi movimenti nei principali paesi industriali. Anche gli altri paesi sono caratterizzati da un aumento dei salari più elevato di quello della produzione, pur restando molto al di sotto dei valori osservati in Italia (in Germania i salari per unità di prodotto aumentano del 9,5 per cento, nel Regno Unito del 9,7; negli altri paesi l'aumento è più limitato). L'attività produttiva rallenta in conseguenza delle politiche restrittive, soprattutto monetarie, poste in atto a partire dalla fine del 1968 per combattere le pressioni inflazionistiche. Tali politiche, pur incidendo sull'attività produttiva, hanno un'efficacia limitata sui tassi di inflazione: soltanto i prezzi delle materie prime con ampi mercati internazionali mostrano qualche diminuzione. La debolezza della domanda mondiale influisce sull'economia italiana attraverso una limitata crescita delle esportazioni.

In Italia influisce negativamente sul livello della domanda aggregata anche l'andamento degli investimenti in costruzioni che, dopo l'accelerazione dell'anno precedente (aumento del 15 per cento in termini reali), subiscono nel 1970 una flessione in volume del 6 per cento. Gli investimenti produttivi segnano ancora un forte aumento nella media dell'anno 1970, superiore a quella dell'anno precedente

(8,5 per cento contro 7,6), ma i risultati statistici sono influenzati dalla caduta nella seconda metà del 1969 e dal successivo recupero; in corso d'anno la tendenza è negativa. L'aumento inoltre è concentrato nelle imprese pubbliche, mentre nel settore privato influisce negativamente il peggioramento delle condizioni finanziarie.

I consumi delle famiglie, sempre nel 1970, si accrescono pure sensibilmente (7,2 per cento in termini reali), ma non presentano un'accelerazione comparabile a quella costatata in occasione dei forti aumenti salariali del biennio 1962-1963. Il maggiore potere di acquisto delle disponibilità derivante dagli incrementi salariali viene in parte vanificato dall'incremento dei prezzi, che continuano a crescere lungo la tendenza già apparsa nella seconda metà del 1969. I prezzi al consumo crescono in media nel 1970, rispetto all'anno precedente, del 4,9 per cento; quelli ingrosso aumentano del 7,3 per cento risentendo più direttamente degli andamenti dei costi di produzione.

Le scorte presentano un sensibile accrescimento, contribuendo a sostenere l'attività produttiva, ma un accumulo di prodotti finiti superiore al desiderato pone le premesse per un successivo rallentamento della produzione.

Sull'evoluzione dei consumi e della domanda influisce un pacchetto di provvedimenti fiscali e tariffari adottati nel corso dell'estate, che prevede aumenti delle entrate in misura superiore all'1 per cento del reddito nazionale; il provvedimento è volto a compensare, in prospettiva, i disavanzi del settore previdenziale, in parte connessi al nuovo sistema di determinazione e indicizzazione dei trattamenti pensionistici adottato nel 1969. Il provvedimento, dal punto di vista congiunturale, è tuttavia, al pari di quello del 1964, di nuovo intempestivo, intervenendo dopo che il ciclo produttivo ha già superato il suo massimo a metà anno.

Risulta evidente nel corso del 1971 un fenomeno che apparirà di nuovo negli anni successivi, in presenza di una accelerazione del tasso di aumento dei prezzi e di un peggioramento delle prospettive di occupazione, vale a dire un aumento sensibile della propensione al risparmio delle famiglie: viene così a mancare anche il sostegno della domanda per consumi.

Gli investimenti in costruzioni accentuano nel 1971 la caduta già mostrata nel corso dell'anno precedente e rimangono nel 1972 su livelli depressi; gli investimenti produttivi risentono della situazione di ridotta profittabilità delle imprese connessa all'aumento della

massa salariale, che procede ancora nel corso del 1971 a ritmo elevato, anche se inferiore a quello dell'anno precedente.

La produzione industriale presenta anche durante il 1971 un andamento incerto che continua fino al terzo trimestre del 1972. L'aumento del prodotto interno lordo è dell'1,6 per cento soltanto nel 1971 e del 3,1 nel 1972.

La bilancia dei pagamenti. Il saldo della bilancia dei pagamenti corrente, depurato dei fattori stagionali, è in prossimità dell'equilibrio all'inizio del 1970, e diviene di nuovo positivo nel corso dell'anno, in connessione alla debolezza dell'attività produttiva e al rallentamento delle importazioni; nel complesso dell'anno 1970 il saldo di parte corrente si riduce sensibilmente rispetto all'anno precedente, ma la diminuzione in misura più elevata delle esportazioni nette di capitali (276 miliardi di lire contro 2.347 miliardi nell'anno 1969) fa segnare di nuovo un attivo al saldo globale. Si riducono soprattutto le esportazioni clandestine di banconote dai quasi 200 milioni di dollari mensili del 1969 a una cifra inferiore a 50 nella seconda metà del 1970 (nel complesso 951 milioni nel 1970 contro 2.256 nel 1969); influiscono in maniera determinante sulle rimesse di banconote, e di conseguenza sul saldo globale della bilancia dei pagamenti, il cambiamento di segno nel differenziale fra tassi di interesse in Italia e tassi sui mercati esteri e la decisione di accentrare presso l'amministrazione della Banca d'Italia (in particolare presso l'amministrazione centrale) le operazioni di accreditamento delle banconote rimesse dall'estero.

In materia di movimenti di capitali a medio e lungo termine viene mantenuto un atteggiamento non coercitivo in funzione di una visione volta a promuovere gli scambi e la circolazione internazionale di risorse.

L'espansione monetaria dal 1970 al 1972. La politica monetaria che aveva mantenuto un atteggiamento restrittivo fino a quasi tutta la prima metà del 1970, con rendimenti dei titoli a lungo termine in aumento fino a giugno (a tale data i rendimenti sono di 1,5 punti percentuali al di sopra dei livelli mantenuti dal 1966 alla metà del 1969), segna una netta inversione di tendenza a partire dall'estate, in connessione con il miglioramento della situazione valutaria e con l'arresto della crescita dell'attività produttiva. L'inversione viene registrata immediatamente dai rendimenti dei titoli a lungo termine che

segnano una diminuzione, ma i tassi bancari attivi e passivi continuano ad aumentare per tutto l'anno 1970.

L'accelerazione nella crescita degli aggregati monetari e creditizi diviene evidente nel corso dell'anno 1971; il rapporto tra finanziamenti complessivi, al settore pubblico e a quello privato, e prodotto nazionale lordo, raggiunge in tale anno il 19,9 per cento contro il 16,7 del 1970, e valori intorno al 14 per cento nei quattro anni precedenti. I tassi di interesse a lungo termine continuano a diminuire lentamente, favorendo il collocamento di ingenti emissioni soprattutto da parte di istituti di credito mobiliare e ponendo le premesse per un più agevole finanziamento degli investimenti.

L'aumento di flussi di credito nel 1971, rispetto all'anno precedente, è giustificato in gran parte dal maggior disavanzo del Tesoro. Nel 1972, il rapporto tra finanziamenti complessivi e prodotto interno lordo raggiunge il 23,8 per cento; l'aumento rispetto all'anno precedente si dirige essenzialmente verso il settore privato dell'economia. La situazione di liquidità delle imprese, che aveva già segnato qualche miglioramento nel corso del 1970, dopo la restrizione durata fino alla metà dell'anno, e che era ancora migliorata nel corso del 1971, presenta un ulteriore sensibile aumento durante il 1972. In presenza della persistente debolezza della domanda per investimenti si verificano di nuovo importanti deflussi di capitali verso l'estero; nel 1972 il saldo passivo dei movimenti di capitali sfiora i 2.000 miliardi (contro 500 miliardi nel 1971): il saldo è ancora più negativo se si depura dell'apporto di circa 260 miliardi di prestiti compensativi. I movimenti negativi hanno inizio nella primavera del 1972, periodo nel quale entra in vigore l'accordo di contenere i margini di fluttuazione tra le monete europee entro il 2,25 per cento (c.d. "serpente"). I movimenti si accentuano dal giugno, in connessione anche con le speculazioni relative alla sterlina (entrata nell'accordo il 1° maggio e uscite in giugno); l'Italia ottiene a fine giugno la sospensione di alcune clausole dell'accordo fino al 31 dicembre.⁸ Anche la posizione verso l'estero delle aziende di credito, che era migliorata di 180 miliardi nel 1971, presenta ulteriori miglioramenti, vale a dire un deflusso di fondi a breve termine per tale via, di 440 miliardi nel 1972.

⁸ Viene in particolare consentito di non utilizzare l'oro (il cui prezzo di mercato ha largamente superato quello attuale) nella regolazione delle posizioni debitorie intracomunitarie.

La ripresa economica alla fine del 1972. Alla fine del 1972 la produzione segna una netta ripresa, rispondendo a un aumento della domanda per investimenti e soprattutto delle esportazioni. Oltre agli stimoli provenienti dall'espansione monetaria interna, l'economia italiana è di nuovo influenzata dal ciclo internazionale; la ripresa della produzione in Italia segue infatti con due o tre trimestri di ritardo il miglioramento dell'attività economica nei principali paesi industrializzati: nel complesso dell'OCSE, dopo due anni di stazionarietà, la produzione industriale segna, infatti, tra l'inizio e la fine del 1972, un'espansione superiore al 10 per cento, rispondendo alle politiche espansive messe in atto dalla metà del 1970. Contribuisce alla ripresa in Italia il miglioramento della situazione di profittabilità delle imprese; i costi del lavoro per unità di prodotto nel settore privato aumentano nel 1972 del 5,5 per cento; i prezzi ingrosso del 4,1 e i prezzi al consumo del 5,7 per cento.

L'impennata dell'attività produttiva a fine 1972 viene interrotta all'inizio del 1973 da una nuova pesante ondata di controversie di lavoro, concentrate nel settore metalmeccanico, che porta nel primo trimestre a una caduta dell'indice generale della produzione industriale del 3,6 per cento rispetto al quarto trimestre del 1972.

Il forte sviluppo dell'attività produttiva nel complesso nei paesi dell'OCSE conduce di nuovo a una modifica in senso restrittivo della politica monetaria di quei paesi. I tassi di interesse tendono di nuovo ad aumentare in Europa e sul mercato dell'eurodollaro. Il divario tra tassi di interesse a breve sul mercato tedesco e tassi di interesse in Italia si allarga raggiungendo 7 punti percentuali a metà del 1973; d'altro canto non è ancora evidente in Italia che l'espansione in atto nella metà del 1972 stia conducendo a un nuovo ciclo positivo degli investimenti e della produzione; l'occupazione è infatti ancora diminuita nel corso del 1972 e la disoccupazione è in aumento.

La fluttuazione della lira. Il conflitto tra l'obiettivo interno ed esterno viene risolto interrompendo il legame tra transazioni correnti e transazioni in conto capitale della bilancia dei pagamenti. Seguendo l'esempio di altri paesi, l'Italia, il 22 gennaio 1973, introduce il doppio mercato dei cambi: si continua a garantire la fissità dei rapporti di cambio per le transazioni correnti, mediante gli usuali interventi della banca centrale, mentre il tasso di cambio per le transazioni in conto capitale viene lasciato libero di fluttuare in funzione della domanda e dell'offerta. Si crea immediatamente un divario tra i

due tassi, con caduta di quello libero di circa il 6 per cento durante i primi giorni di operatività del nuovo sistema.

La svalutazione del dollaro e la tendenza delle monete europee a rivalutarsi fanno apparire in febbraio poco realistica la possibilità di mantenere un tasso di cambio stabile rispetto alle monete del serpente comunitario anche per le transazioni correnti. D'altro canto, non essendo ancora delineata una ripresa dell'attività produttiva, le previsioni per la parte corrente della bilancia dei pagamenti, con riferimento a tutto l'anno 1973, rimangono positive; l'andamento negativo del momento sembra essere connesso, oltre che agli usuali fattori stagionali, alle anzidette perdite di produzione nel settore industriale e pertanto destinato a essere riassorbito in seguito.

La fluttuazione della lira nei confronti delle altre monete si traduce in una rapida svalutazione, nonostante i cospicui interventi (intorno ai 400 milioni di dollari in maggio, 300 in giugno, 800 in luglio) sul mercato dei cambi. Il deprezzamento del cambio influisce negativamente sul tasso di inflazione, che presenta una rapida accelerazione soprattutto per i prezzi ingrosso, ma i conti economici delle imprese ne risultano migliorati. Dato il livello ancora contenuto dei tassi di interesse, viene stimolato l'accumulo di scorte di produzione interna e di importazione, con effetti positivi sulla produzione ma negativi sulla bilancia dei pagamenti, il tutto con ulteriori conseguenze negative sul valore esterno della lira.

Nel corso del primo semestre la bilancia dei pagamenti presenta un passivo di 910 miliardi, ma su di essa influiscono già i prestiti compensativi per 560 miliardi; nello stesso periodo il passivo di parte corrente supera gli 800 miliardi.

Il ritorno alla normalità nel settore produttivo permette un rapido aumento delle esportazioni, ma risulta altresì evidente che è in atto un'accelerazione della domanda interna che necessariamente porterà a un consistente passivo valutario per tutto l'anno.

La politica monetaria nel 1973. Sul piano monetario l'andamento della bilancia dei pagamenti si riflette in una distruzione di base monetaria attraverso il canale estero; viene indotta una sensibile riduzione della liquidità bancaria, con conseguenze soprattutto sui tassi a breve termine.

Negli attivi delle aziende di credito il forte disavanzo dei conti con l'estero e l'accumulo di scorte si manifesta in un rapido accrescimento degli impieghi e in una riduzione della domanda di titoli a

lungo termine, con effetti negativi sulle disponibilità degli istituti di credito speciale e di conseguenza sulle possibilità di finanziamento degli investimenti fissi.

L'entrata in funzione della riforma tributaria influisce negativamente sul volume delle imposte e pertanto sul disavanzo del Tesoro, che tende ad accrescere la sua importanza rispetto al reddito nazionale.

Il vincolo di portafoglio. In giugno risulta evidente che esiste una incompatibilità tra l'equilibrio esterno e un accettabile grado di inflazione, da un lato, e il livello dell'attività economica interna dall'altro. Viene pertanto intrapresa una politica volta ad aumentare il costo e ridurre le disponibilità di finanziamento a breve termine, salvaguardando il livello dei tassi di interesse a lungo termine e le disponibilità per il finanziamento degli investimenti fissi; in particolare, a metà giugno si richiede a tutte le aziende di credito, con la sola esclusione delle Casse rurali e artigiane, di accrescere la consistenza di titoli a reddito fisso a medio e lungo termine nei loro portafogli, con riferimento all'anno solare 1973, in misura pari al 6 per cento della consistenza dei depositi alla fine del 1972. L'ammontare è fissato in misura atta a limitare le possibilità di espansione del credito a breve termine a quello necessario per il sostegno della produzione e a garantire la provvista degli istituti di credito a medio e a lungo termine e il collocamento dei titoli pubblici.

L'espansione del credito sia bancario che a medio e lungo termine, la formazione di depositi e la domanda di titoli a reddito fisso da parte del pubblico sono correlati ad obiettivi di espansione del reddito nazionale del 4,5 per cento a prezzi costanti e del 15 per cento a prezzi correnti; la bilancia dei pagamenti si prevede in leggero attivo per la parte corrente e prossima all'equilibrio per il totale; il disavanzo del Tesoro è previsto in 7.000 miliardi (5.750 miliardi nel 1972), pari all'8,5 per cento del prodotto interno lordo.

I tassi bancari attivi mostrano subito un incremento: sul mercato dei titoli si determina invece un eccesso di domanda che porta a un accenno di riduzione dei rendimenti; il movimento viene frenato dalle offerte di titoli tratti dal portafoglio della banca centrale. Sul mercato degli impieghi tende a manifestarsi di nuovo un fenomeno già apparso nella precedente fase restrittiva, tra la metà del 1969 e la metà del 1970, vale a dire un aumento del peso relativo dei finanziamenti alle imprese di maggiori dimensioni rispetto a quelle più piccole.

I limiti all'espansione degli impieghi bancari. Per evitare fenomeni di razionamento a danno delle minori imprese, alla fine di luglio 1973 viene adottato un provvedimento che limita il tasso di accrescimento degli impieghi concesso da ogni singola azienda di credito alle imprese con esposizione superiore a 500 milioni. Il tasso di aumento viene fissato al 15 per cento con riferimento al periodo che va dal 31 marzo 1973 al 31 marzo 1974 e calcolato in relazione alla desiderata espansione complessiva degli impieghi bancari. Dal provvedimento, unito a quello relativo agli investimenti in titoli, deriva un rallentamento dell'espansione degli impieghi bancari complessivi, con effetti positivi sui movimenti di capitale a breve termine con l'estero.

La norma che fissa i limiti all'espansione degli impieghi bancari prevede tuttavia la possibilità di deroghe in relazione, tra l'altro, a prefinanziamenti di investimenti fissi attraverso gli stessi impieghi. La pratica applicazione delle deroghe viene gestita, nell'ultima parte del 1973, con criteri di larghezza, cosicché l'espansione degli impieghi bancari può procedere di nuovo rapidamente; non esistono vincoli dal lato della disponibilità di base monetaria, essendo la creazione di questa, dopo il rallentamento della prima metà dell'anno, divenuta abbondante in relazione al miglioramento dei conti con l'estero dei mesi estivi e all'adozione dei provvedimenti relativi ai titoli e agli impieghi. In previsione della riforma del metodo di tassazione dei frutti dei titoli a reddito fisso, che avrebbe avuto luogo a partire dal 1° gennaio dell'anno 1974, gli istituti di credito speciale accelerano le emissioni negli ultimi mesi del 1973; nel quarto trimestre le emissioni superano di circa 2.500 miliardi le previsioni; i titoli vengono ceduti al sistema bancario permettendo l'estinzione di prefinanziamenti e pertanto l'erogazione di nuovi crediti.

Nel complesso dell'anno il rapporto tra finanziamenti complessivi e prodotto interno lordo, nonostante il limite posto all'espansione degli impieghi bancari, supera ampiamente il valore del 1972 (23,8 per cento) e le previsioni, risultando uguale al 28,3 per cento. Il passivo della bilancia dei pagamenti distrugge parte della formazione di liquidità, cosicché il rapporto tra formazione di attività finanziarie e prodotto interno lordo è solo di poco superiore a quello dell'anno precedente (26,2 per cento contro 25,2). La bilancia corrente registra nell'anno un passivo di 1.473 miliardi, contro un attivo di 1.168 nel 1972 (e una previsione di attivo all'inizio dell'anno di 500 miliardi).

Il doppio mercato dei cambi rallenta fortemente i movimenti lordi di capitali; nel complesso, questi risultano positivi per 1.200 miliardi grazie a prestiti compensativi assunti soprattutto nella seconda metà dell'anno (2.000 miliardi).

Il tasso di cambio della lira per le transazioni correnti presenta in dicembre un deprezzamento del 10 per cento rispetto a febbraio; il tasso di cambio per le transazioni in conto capitale risulta inferiore di un altro 5 per cento.

I prezzi ingrosso tra l'inizio e la fine del 1973 si accrescono del 27,8 per cento, i prezzi al minuto del 12,5 per cento.

I risultati per l'anno 1973. Stimolati dal miglioramento dei conti economici delle imprese, dall'aumento della domanda e della disponibilità di credito a medio e lungo termine a tassi di interesse immutati rispetto agli anni precedenti, gli investimenti fissi presentano una rapidissima accelerazione nel corso dell'anno e in particolare nella seconda metà, dopo la conclusione delle vertenze sindacali.

L'aumento degli investimenti in impianti e macchinari, nonostante la ridotta attività nei primi mesi dell'anno, risulta in termini reali del 22 per cento; rispetto all'anno precedente, anche gli investimenti in costruzioni presentano, grazie alla buona disponibilità di finanziamenti e in generale per le migliorate prospettive della domanda, un forte aumento (15 per cento).

Il reddito nazionale lordo si accresce del 5,9 per cento a prezzi costanti e del 17,0 per cento a prezzi correnti, contro le previsioni sopra ricordate del 4,5 e del 15,0 rispettivamente; la produzione industriale, tra la fine del 1972 e la fine del 1973 cresce del 15 per cento; l'occupazione presenta un lieve miglioramento, dopo la flessione dell'anno precedente, e il tasso di disoccupazione diminuisce.

La bilancia dei pagamenti è passiva sia per la parte corrente sia in conto capitale, data anche la buona situazione di liquidità dell'economia e il limitato livello dei tassi di interesse.

Nel quadriennio che va dal 1969 al 1973 il reddito nazionale italiano risulta accresciuto in media del 4,1 per cento all'anno; i prezzi del 7,8. Nell'area OCSE, durante lo stesso periodo, la crescita in volume è del 4,6 per cento all'anno e quella dei prezzi del 6,1. L'indice della produzione industriale con base pari a 100 nel 1970 raggiunge nel dicembre del 1973 il valore 120 in Italia e 116 nel complesso dell'area OCSE.

Dal dicembre 1969 al dicembre 1973 i depositi e gli impieghi bancari aumentano in Italia, in media, rispettivamente del 19 e del 16 per cento annuo; la crescita delle attività finanziarie dell'economia è inferiore a quella dei depositi.

Dal 1974 al 1978: riassorbimento del disavanzo petrolifero

La crisi energetica. La crisi energetica coglie l'economia italiana nella descritta delicata situazione, in cui la politica monetaria rimane sufficientemente permissiva e si accetta un disavanzo di bilancia dei pagamenti in corrispondenza di un aumento degli investimenti produttivi; tale aumento appare tanto più necessario in quanto segue un periodo triennale di ristagno. Non si ha tuttavia ancora la percezione, tra la fine del 1973 e l'inizio del 1974, dell'eccezionale valore dell'aumento (il più alto dal 1950), e in ogni caso non risulta immediatamente evidente la necessità di alterare drasticamente il corso della politica monetaria. Infatti, sono ancora aperte le possibilità di indebitamento sui mercati internazionali, attraverso prestiti compensativi; anche se in prospettiva la domanda di prestiti appare destinata a crescere, si reputa che affluiranno sugli stessi mercati maggiori fondi provenienti dai paesi che beneficiano dell'aumento dei prezzi del petrolio.

Nel primo trimestre del 1974 al preesistente squilibrio dei conti con l'estero si somma l'effetto dell'aumentato costo delle importazioni di petrolio; si sovrappongono anche ulteriori movimenti di capitali speculativi; nonostante il ricorso a prestiti compensativi (per 590 miliardi nel primo trimestre) e a finanziamenti attraverso le aziende di credito, gli interventi sul mercato dei cambi si aggirano ogni mese sul miliardo di dollari.

Il tasso di inflazione, già elevato, subisce una ulteriore accelerazione: i prezzi ingrosso aumentano in tre mesi, da dicembre a marzo, di quasi il 20 per cento e i prezzi al consumo del 6,5.

Si sviluppa anche in Italia il dibattito relativo alle conseguenze sull'economia internazionale della crisi energetica e alle politiche nazionali e internazionali atte a fronteggiarla.⁹ La situazione valutaria e inflazionistica continua tuttavia ad aggravarsi e le possibilità di au-

⁹ Cfr., ad esempio, L. IZZO, L. SPAVENTA, "Alcuni effetti interni ed esterni dell'aumento del prezzo del petrolio", in questa *Rivista*, marzo 1974.

mentare l'indebitamento a condizioni non particolarmente onerose mediante prestiti da reperire sul mercato, si riducono; oltre alle difficoltà italiane, influisce l'inadeguatezza del mercato delle eurovalute a soddisfare l'accresciuta domanda. Appare sempre più evidente la necessità di un programma di stabilizzazione volto a eliminare almeno l'eccesso di domanda precedente alla crisi energetica e a limitare le conseguenze inflazionistiche della crisi stessa.

L'accordo "stand-by" con il FMI e la lettera di intenti. In tale contesto matura la decisione di ricorrere a un accordo di "stand-by" con il FMI; l'accordo viene sottoscritto dall'Italia soltanto dopo una crisi ministeriale e la formazione di un nuovo governo; ha come obiettivo la graduale correzione del disavanzo di bilancia dei pagamenti non connesso all'aumento dei prezzi del petrolio, da raggiungere nel giro di circa diciotto mesi con un contenimento del disavanzo del Tesoro e del credito all'economia.

Viene elaborato — e a esso si fa riferimento nella lettera di intenti — il concetto di credito totale interno come l'aggregato meglio in grado di controllare, nell'arco di tempo considerato, l'acquisizione da parte delle imprese sia di attività reali (investimenti fissi e scorte), sia di attività finanziarie (tra cui quelle sull'estero, vale a dire le esportazioni di capitali) e pertanto la bilancia dei pagamenti. Il concetto di credito totale interno è ottenuto escludendo dai finanziamenti totali, aggregato usualmente adottato, insieme ad altri, nell'analisi monetaria in Italia,¹⁰ la quota costituita dai finanziamenti provenienti dall'estero e dalla raccolta azionaria. Risulta in particolare inadeguato il riferimento all'aggregato costituito dalla quantità di moneta per la sua incompletezza (in quanto trascura le attività finanziarie costituite da titoli) e per l'instabilità, nel breve periodo, del rapporto rispetto al livello dell'attività economica; inoltre, poiché a parità di altre condizioni la quantità di moneta viene ridotta dal disavanzo dei conti con l'estero, può avvenire, in presenza di un forte disavanzo della bilancia dei pagamenti, che proprio in tale situazione l'indicatore segni un miglioramento.

Nell'ambito del credito totale interno viene posto un massimale alla quota destinata al finanziamento del Tesoro; con riferimento all'anno solare 1974 questa viene stabilita in 9.200 miliardi, contro i 7.500 miliardi dell'anno precedente e con un rapporto rispetto al

¹⁰ Cfr. F. COTULA, M. CARON, "I conti finanziari dell'Italia", *op. cit.*

prodotto nazionale lordo che passa dal 9,1 per cento nel 1973 al 9,0 per cento nel 1974. Per il credito totale interno si fissa l'ammontare di 22.400 miliardi, avendo come periodo di riferimento i 12 mesi che terminano al 31 marzo 1975. L'entità del credito totale interno viene determinata in funzione di una previsione di aumento del prodotto interno lordo a prezzi costanti di circa il 4 per cento e a prezzi correnti intorno al 15 per cento (l'aumento dei prezzi impliciti della domanda interna è più elevato di 3 punti percentuali rispetto al deflatore del prodotto, in connessione al peggioramento della ragione di scambio).

Per gli investimenti fissi lordi si parte dall'ipotesi di un aumento del 4 per cento circa in termini reali e del 22 per cento a prezzi correnti; la cifra di 22.400 miliardi per il credito totale interno lascia, nella descritta ipotesi, la possibilità di un adeguato accumulo di attività finanziarie da parte delle imprese per soddisfare le normali necessità di transazioni.¹¹

Per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, dopo un passivo di 1.500 miliardi nel 1973 (parte corrente) le previsioni, al momento della sigla dell'accordo con il FMI, indicavano un disavanzo di 5.300 miliardi per l'anno 1974, dovuto per 3.600 miliardi all'aumento del prezzo del petrolio e per il resto allo squilibrio tra domanda e offerta interne indipendente dalla crisi energetica. L'obiettivo della politica di stabilizzazione è quello di ridurre gradualmente, nel corso del 1974, ed eliminare, prima della fine del 1975, questa seconda componente del disavanzo. Oltre al contenimento del credito e del disavanzo del Tesoro; si prevede di trasferire sui prezzi interni amministrati dei prodotti raffinati l'aggravio derivante dall'aumento dei prezzi del prodotto greggio.

Il livello del tasso di cambio, inferiore del 16 per cento rispetto al febbraio 1973, viene giudicato adeguato al mantenimento della posizione competitiva dell'Italia nei confronti dell'estero e al raggiungimento degli obiettivi di bilancia dei pagamenti e di stabilizza-

¹¹ Per lo schema dei conti finanziari utilizzati si vedano: gli studi relativi al settore monetario e finanziario del modello econometrico, oppure: A. FAZIO, "Report on Italy", nel volume *The New Inflation and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference organized by the Banca Commerciale Italiana and the Department of Economics of Università Bocconi in Milan, 1974, edited by Mario Monti, Londra, 1975. Per una presentazione analiticamente più complessa dello stesso schema si veda: A. FAZIO, F. COTULA, S. LO FASO, "The Monetary and Financial Sector", M2BI, nel volume *Econometric Research in European Central Banks*, a cura di F. MASERA, A. FAZIO, T. PADOA SCHIOPPA, Roma, 1975.

zione dell'economia. Si ritiene che per ostacolare il deflusso di capitali e agevolare l'afflusso dall'estero, i tassi di interesse, almeno per quanto riguarda il breve termine, debbano venire allineati a quelli prevalenti sui mercati esteri e, in pratica, sensibilmente innalzati (in effetti, l'andamento dei tassi di interesse è già implicitamente determinato dai aumenti degli aggregati reali, dei prezzi e del credito).

Il controllo del credito. Le direttive in materia di credito totale interno hanno pratica attuazione, per quanto riguarda la parte più dinamica dello stesso, vale a dire gli impieghi bancari, attraverso l'imposizione di un massimale; questo, adottato per la prima volta nel luglio dell'anno precedente solo per i prestiti alle imprese di maggiori dimensioni, riguarda ora tutti i crediti, con l'esclusione soltanto di quelli relativi a dimensioni minime e a categorie sociali o produttive meritevoli di particolari attenzioni (commercio di alimentari, produzione di energia, trasporti ferroviari, ecc.).

Nell'ambito del massimale di accrescimento, che tra il marzo del 1974 e il marzo del 1975 viene stabilito nel 15 per cento, è assegnata una possibilità di espansione più limitata (12 per cento) alle imprese finanziarie; si stabilisce altresì che per ogni azienda di credito il complesso di impieghi a favore dei clienti che hanno inizialmente una esposizione uguale o superiore a 500 milioni non possa eccedere il 15 per cento; una analoga limitazione viene posta per il complesso dei prestiti di ogni azienda a favore degli enti locali. Si vuole garantire in tal modo che queste categorie (imprese di maggiori dimensioni ed enti territoriali) non erodano, attraverso una espansione dei relativi prestiti superiore alla media, le possibilità di credito per i rimanenti clienti delle banche.

Il ricorso al massimale sull'espansione degli impieghi per ogni singola banca vuole evitare il rischio di errori gravi nel raggiungimento degli obiettivi; lo stesso grado di controllo è teoricamente possibile con la regolazione del volume di base monetaria, dati il coefficiente di riserva obbligatoria e la quota di base monetaria domandata dal pubblico. I ritardi con cui variazioni della base monetaria si riflettono completamente sul credito sono però molto lunghi, superiori all'anno, come risulta dalle indagini econometriche; inoltre la distribuzione all'interno di questo periodo è incerta; infine è molto forte l'elasticità dell'offerta di credito rispetto ai tassi di interesse, cosicché un rallentamento drastico degli impieghi attraverso la ridu-

zione della base monetaria può ottenersi solo con un aumento superiore al desiderato dei livelli dei tassi di interesse (con effetti negativi sui corsi dei titoli, che almeno in un primo momento si intende minimizzare).¹²

Di conseguenza, dovendo ottenere risultati in materia di espansione del credito sufficientemente precisi entro tempi e con tappe intermedie definite, appare opportuno indicare a ogni singola banca, attraverso l'imposizione dei massimali, i limiti all'espansione degli impieghi per ogni periodo; i massimali sono coerenti con l'espansione del credito totale interno stabilita nella lettera di intenti per ogni trimestre.

Si intende comunque attuare una regolazione della base monetaria in limiti coerenti con la prevista espansione degli impieghi e delle altre attività delle banche; si ritiene infatti che un ammontare di base monetaria largamente eccedente quello richiesto dalla prevista espansione degli attivi bancari possa inficiare anche i risultati desiderati per l'espansione degli impieghi, anche se soggetti al massimale.

Viene rinnovato già all'inizio dell'anno, indipendentemente e prima degli accordi con il Fondo monetario internazionale, il vincolo di portafoglio per le aziende di credito per il primo semestre del 1974, riferendolo ancora alla consistenza dei depositi alla fine del 1972. Per quanto riguarda i finanziamenti concessi dagli istituti di credito speciale si fa riferimento, oltre che alle sottoscrizioni del sistema bancario, rese obbligatorie attraverso il vincolo di portafoglio, alle previste possibilità di collocamento dei titoli presso il pubblico.

Bilancia dei pagamenti ed evoluzione congiunturale. La situazione dei conti con l'estero si aggrava in aprile, con interventi sul mercato dei cambi che rimangono a livelli particolarmente elevati. Viene adottato nei primi giorni di maggio un provvedimento che impone un deposito obbligatorio, infruttifero, della durata di sei mesi, presso la Banca d'Italia, in misura pari al 50 per cento del valore delle merci importate, con l'esclusione delle materie prime, fonti energetiche e beni di investimento. La norma, che era intesa ad assorbire inizialmente circa 2.000 miliardi di base monetaria e di disponibilità liquide degli operatori, comporta, in seguito a una serie

¹² Cfr., ad esempio, G.F. CALIGURI, A. FAZIO, T. PADOA-SCHIOPPA, "Demand and Supply of Bank Credit in Italy", *Journal of Money Credit and Banking*, 1974.

di esenzioni ed attenuazioni per prodotti agricoli e alimentari (inizialmente colpiti con l'aliquota del 50 per cento), una riduzione effettiva di liquidità di circa 1.250 miliardi (nei sei mesi fino a novembre allorché il sistema entra a regime in quanto cominciano i rimborsi). Dati i limiti posti all'espansione del credito, gli operatori sono colpiti dalla riduzione di liquidità e in parte la compensano con crediti a breve ottenuti dalle controparti estere.

La restrizione del credito comporta immediatamente un aumento di tutta la struttura dei tassi di interesse; i tassi a breve termine raggiungono in giugno il 18 per cento contro l'8 per cento all'inizio dell'anno; quelli a lungo termine aumentano rapidamente di circa 2 punti percentuali nel corso del mese di maggio, con l'effetto di bloccare di nuovo la domanda da parte del pubblico; rimane la domanda delle banche imposta dal vincolo di portafoglio.

Dall'incremento dei prezzi dei prodotti della raffinazione del petrolio deriva una accelerazione del tasso di inflazione, ma altresì un effetto riduttivo della domanda in termini reali, parzialmente compensato; tuttavia, all'inizio, da un aumento della propensione media al consumo.

La restrizione del credito influisce sull'accumulo di scorte. Gli investimenti produttivi tendono a esaurire la loro spinta espansiva per le incertezze causate dalla crisi e in minor misura per le difficoltà finanziarie.

In primavera l'attività economica ha raggiunto un massimo, ma la situazione valutaria rimane, come ricordato, difficile per tutto il mese di maggio; inoltre il punto di svolta viene percepito, come sempre, solo con qualche mese di ritardo.

Il pacchetto fiscale. Allo scopo di limitare l'effetto negativo sugli investimenti fissi, spostando l'onere dell'aggiustamento sui consumi e quindi sulla politica fiscale, viene proposto, nella Relazione della Banca d'Italia in maggio un programma di aumento dell'imposizione, essenzialmente diretta, in misura pari ex ante al 3,5 per cento del prodotto nazionale lordo.¹³ L'idea è di operare una graduale reflazione creditizia a favore dell'economia privata in connessione con

¹³ Cfr. F. COTULA, P. GNES, "L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti nel breve periodo", in questa *Rivista*, settembre 1974.

la riduzione del disavanzo pubblico. Il programma viene approvato nel corso dell'estate in entità più ridotta e con un ricorso soltanto all'imposizione indiretta e all'aumento di tariffe pubbliche; ne deriva un impatto sfavorevole sul tasso di inflazione.

Il disavanzo del Tesoro presenta in corso d'anno una evoluzione in linea con il massimale concordato con il FMI, ma a fine d'anno si riduce per i provvedimenti fiscali a 8.650 miliardi in luogo dei 9.200 previsti.

I risultati dell'azione di stabilizzazione. La restrizione creditizia, unita all'obbligo del deposito infruttifero per le importazioni, comincia nel corso dell'estate a esplicare i suoi effetti sui flussi di credito a breve da e per l'estero attraverso la riduzione delle disponibilità liquide delle imprese.

La situazione favorevole per i conti con l'estero si mantiene per tutto il periodo estivo, grazie anche all'apporto stagionale del turismo, per interrompersi temporaneamente all'inizio dell'autunno in concomitanza con una ennesima crisi governativa.

In tutto il secondo semestre i movimenti netti di capitali segnano un attivo di circa 2 miliardi di dollari, contro un passivo di ammontare pressoché identico nel primo semestre. L'andamento dell'interscambio commerciale presenta un miglioramento continuo durante la seconda metà dell'anno, cosicché anche la bilancia corrente mostra nel secondo semestre un miglioramento che, pur tenendo conto dei fattori stagionali, risulta notevole; il passivo di parte corrente è di soli 600 miliardi di lire nel secondo semestre, contro 4.300 miliardi nel primo. La componente non connessa con l'aumento dei prezzi del petrolio è negativa per 1.000 miliardi di lire nel primo semestre, ma è positiva per un equivalente ammontare nel secondo.

Il tasso di cambio medio ponderato della lira, che a fine giugno era ancora diminuito del 7,7 per cento rispetto al dicembre del 1973, diminuisce di un ulteriore 4,2 per cento nella seconda metà dell'anno e aumenta dell'1,3 nel corso della prima metà del 1975. La stabilità del cambio influisce positivamente sul tasso di inflazione; i prezzi ingrosso, che nel primo semestre erano aumentati al ritmo annuo del 56 per cento, nel secondo semestre crescono al tasso del 15 per cento e rimangono stabili nel primo semestre del 1975; i prezzi al consumo, dopo un aumento sia nel primo che nel secondo semestre del 25 per cento, crescono solo in ragione del 12 per cento annuo nei primi sei mesi del 1975.

La bilancia dei pagamenti correnti risente del rallentamento delle importazioni connesso con la flessione dell'attività produttiva e della domanda, in particolare di quella per investimenti.

L'espansione del credito procede nel corso dell'anno 1974 esattamente in linea (le divergenze sono da ritenere trascurabili data l'entità e la dinamicità degli aggregati considerati) con gli impegni assunti con il FMI. La restrizione creditizia — a parte gli effetti della manovra fiscale — è tuttavia nettamente superiore a quella prevista in conseguenza del più elevato tasso di inflazione (influenzato dal deprezzamento del cambio, inizialmente non previsto, e dal ricorso all'imposizione indiretta) ed è rafforzata dall'effetto riduttivo esercitato dal deposito obbligatorio a fronte delle importazioni. Gli investimenti fissi lordi crescono a prezzi costanti in linea con le previsioni (circa il 4 per cento), ma a prezzi correnti del 33 per cento circa in luogo del 22 ipotizzato; anche i prezzi impliciti del prodotto nazionale e il costo del lavoro crescono di circa 6 punti percentuali in più del previsto, con l'effetto di aumentare le necessità di capitale circolante. I salari nel settore privato aumentano del 24 per cento e il costo del lavoro per unità di prodotto del 20 per cento. Dato l'ammontare di credito, discendono da tali sviluppi tensioni finanziarie che impongono un aumento della velocità di circolazione dei saldi liquidi delle imprese, con alterazioni dei normali flussi di credito commerciale. La carenza di credito e il corrispondente aumento dei tassi di interesse soprattutto a breve termine (nel quarto trimestre del 1974 i tassi bancari attivi sono più elevati di 8 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 1973) spiegano l'afflusso di fondi dall'estero, ma altresì l'arresto dell'accumulazione di scorte e l'entità della caduta nell'attività di investimento.

La produzione industriale in dicembre è inferiore del 10 per cento a quella del dicembre 1973 e del 12 per cento a quella del giugno 1974.

Il rapporto tra flussi di finanziamenti e prodotto interno lordo discende nel 1974 al 20,9 per cento, contro il 28,3 dell'anno precedente. Il rallentamento è più drastico per la formazione di attività finanziarie, che risente del forte passivo dei conti con l'estero: il rapporto rispetto al prodotto interno scende al 14,9 per cento, contro il 26,2 dell'anno precedente.

Nei dodici mesi terminanti al 31 marzo 1975 l'espansione del credito totale interno risulta pari a 21.500 miliardi, contro un obiet-

tivo iniziale di 22.400, ridotto in seguito a 21.600 per tener conto del minor aumento dei prezzi del petrolio e pertanto della minore incidenza del relativo disavanzo; il tasso di cambio è svalutato del 7,3 per cento rispetto a un anno prima, contro una previsione iniziale di sostanziale stabilità; il disavanzo corrente risulta negli stessi dodici mesi terminanti a marzo del 1975 di 3.900 miliardi di lire, contro una previsione iniziale di 3.700 miliardi; la componente non connessa all'aumento dei prezzi del petrolio è positiva per 400 miliardi.

La recessione del 1975 e la reflazione. All'inizio del 1975 si ha la piena percezione della rapidità dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti e della caduta dell'attività produttiva. Sorgono immediatamente, di conseguenza, opinioni a favore di una politica di espansione; nella Relazione della Banca d'Italia pubblicata a fine maggio si prende posizione contro una reflazione attuata con lo strumento monetario in quanto suscettibile di dar luogo a un nuovo peggioramento dei conti con l'estero prima di attivare in maniera rilevante l'attività produttiva.

Il livello dell'occupazione risente in misura limitata e in ritardo della caduta della produzione. All'inizio dell'anno (in gennaio) le organizzazioni degli imprenditori e quelle dei lavoratori addivengono a un accordo che, oltre a garantire aumenti una tantum in misura pari al 7 per cento circa dei salari, riformano il sistema di copertura dall'inflazione, rapportando il valore del punto di scala mobile al reddito medio dei lavoratori dipendenti per l'anno 1975, così da ottenere una elasticità delle remunerazioni rispetto ai prezzi di valore prossimo all'unità. Il passaggio dal precedente sistema di indicizzazione, che garantiva una copertura dell'ordine del 50 per cento, al nuovo sistema viene attuato con gradualità (la piena applicazione si avrà solo nel quarto trimestre del 1977); viene inoltre introdotto il criterio della uguaglianza, in valore assoluto, per tutti i lavoratori dipendenti, del compenso per la perdita del valore di acquisto delle retribuzioni dovuta all'aumento dei prezzi: il sistema così congegnato, in un contesto di forte dispersione dei redditi, porta a una elasticità nettamente superiore all'unità, rispetto all'andamento del costo della vita, per tutte le retribuzioni inferiori alla media e inferiore all'unità per quelle superiori alla media; in presenza di una rapida inflazione il meccanismo conduce di conseguenza a una perequazione delle re-

tribuzioni fra i vari comparti produttivi e occupazionali e tra i vari gradi.¹⁴

Gli accordi sopra descritti comportano un aumento della massa salariale nel 1975, rispetto all'anno precedente, del 25 per cento; tenuto conto della caduta media del livello della produzione industriale, l'aumento del costo del lavoro nell'industria per unità di prodotto risulta nel 1975 superiore di circa il 35 per cento a quello dell'anno precedente.

Le pressioni dell'opinione pubblica per una politica di reflazione e di espansione divengono più intense in estate, mano a mano che si conoscono i dati sugli andamenti della produzione industriale, della bilancia dei pagamenti e dell'inflazione. Durante il 1975 la produzione continua infatti a diminuire lentamente ma costantemente fino al terzo trimestre.

All'inizio dell'anno le autorità italiane si impegnano con le autorità della CEE, in contropartita alla concessione del sostegno finanziario a medio termine, a contenere l'espansione del credito totale interno in 24.700 miliardi, di cui 8.000 a copertura del disavanzo del Tesoro; si impegnano altresì a mantenere una struttura dei tassi a breve termine coerente con una situazione della bilancia dei pagamenti non ancora sufficientemente consolidata. In estate il Ministro del Tesoro, nel quadro degli impegni da assumere con il FMI per l'ottenimento dei fondi dello sportello petrolifero, sposta il limite del disavanzo del Tesoro, sempre con riferimento all'anno solare 1975, a 10.000 miliardi.

La necessità di reflazionare e di espandere l'attività economica viene recepita a livello governativo, ove prende consistenza un programma di rilancio dell'attività economica di proporzioni che, almeno per quanto riguarda le intenzioni, assumono dimensioni elevate. Nell'ambito del programma viene anche avviato un sistema di credito agevolato a breve termine all'esportazione, che permette il risconto automatico presso la Banca d'Italia del 50 per cento del credito concesso a tale scopo dalle banche.

Il disavanzo del settore pubblico tende ad aggravarsi nell'ultima parte del 1975 e in particolare nel quarto trimestre, fino a superare il valore di 13.000 miliardi. L'orientamento della politica monetaria rimane espansivo e sulla creazione di base monetaria influisce in parti-

¹⁴ Per una analisi degli effetti si veda: G. CALIGIURI, "Evoluzione dei redditi da lavoro dipendente e da pensione nel quinquennio 1973-1977", Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 2-3, 1978.

colare il rifinanziamento dei crediti all'esportazione; in settembre il livello dei tassi di interesse sul mercato monetario è di circa il 9 per cento, contro il 15 per cento all'inizio dell'anno.

Il disavanzo del settore pubblico risente degli effetti di norme che rivedono in senso riduttivo — per tener conto dell'inflazione — le aliquote delle imposte personali sul reddito e che permettono in esenzione all'imposta sulle persone giuridiche sostanziose rivalutazioni degli immobili e in generale degli attivi delle imprese; la norma riguarda anche le aziende di credito, con la conseguenza di ridurre il coefficiente effettivo di riserva obbligatoria, che si applica all'incremento dei depositi dedotti gli incrementi del patrimonio; in luogo di un valore teorico del 15 per cento, in seguito a notevoli rivalutazioni degli attivi, e quindi dei patrimoni del sistema bancario, il coefficiente effettivo di riserva obbligatoria discende nel 1975 a circa l'8 per cento.

Il rapporto tra credito totale interno e prodotto nazionale lordo sale nell'anno al 29,6 per cento. Il prodotto interno lordo, per la prima volta in Italia dopo la seconda guerra mondiale, diminuisce in termini reali e in misura pari al 3,7 per cento; la ripresa dell'ultima parte dell'anno solleva in misura solo limitata i risultati medi annui. Sull'entità della caduta, oltre al ciclo fortemente negativo degli investimenti fissi, influisce una caduta della propensione al consumo; il fenomeno è simile a quello già rilevato nel 1971 e nel 1972 in presenza di una accelerazione dell'inflazione e di un peggioramento delle prospettive di occupazione.¹⁵ Nel 1975 il fenomeno appare più marcato e in linea con quanto avviene in altri importanti paesi industriali.

Le scorte mostrano una caduta molto rapida nella prima metà del 1975, con effetti sulle importazioni, che diminuiscono dell'11 per cento in termini reali nella media dell'anno (rispetto al 1974). Le esportazioni, in presenza di una caduta della domanda mondiale di circa il 4 per cento, aumentano in termini reali dell'1,5 per cento, nonostante il peggioramento dei costi del lavoro per unità di prodotto, reagendo alla debolezza della domanda interna.

La ripresa di fine 1975. Nel settembre del 1975 e poi ancora più decisamente nel quarto trimestre ha inizio una ripresa della produzione industriale che condurrà a una crescita del prodotto interno

¹⁵ Cfr. F. FRASCA, N. ROSSI, E. TARANTELLI, C. TRESOLDI, I. VISCO, "La funzione del consumo in Italia", Modello econometrico M2 BI, Banca d'Italia, febbraio 1979.

loro per tre trimestri fino alla metà del 1976 ad un ritmo annuo di quasi il 20 per cento. La ripresa è comune a tutti i paesi dell'area OCSE ed è guidata da un accumulo di scorte, in reazione alla forte caduta dell'anno 1975, ma è conseguenza altresì della reflazione attuata nei più importanti paesi industriali.

In Italia l'accelerazione del processo produttivo e l'accumulo di scorte anche di prodotti importati fa riapparire alla fine dello stesso anno 1975 il disavanzo della bilancia commerciale, celato in precedenza dalla forte caduta produttiva. Nel quarto trimestre la bilancia corrente è di nuovo in forte passivo incidendo sul volume delle riserve rimaste dalla fine del 1974 su livelli modesti (escludendo l'oro, poco più di 4 settimane di importazioni) e ulteriormente ridotti nel corso dell'estate, in conseguenza dei forti rimborsi di finanziamenti in valuta di operatori italiani alle banche, stimolati dal rapido apprezzamento del dollaro e da aspettative di ulteriori rivalutazioni.

La crisi valutaria. Alla fine del 1975 il valore delle riserve copre meno di 2 settimane di importazioni. Nei primi giorni del 1976 la crisi politica, l'attenzione del mercato alla scarsa entità delle nostre riserve valutarie e la diffusione di notizie circa gli apprezzamenti di ambienti bancari internazionali sul grado di solvibilità della nostra economia attivano una speculazione valutaria che conduce alla determinazione delle autorità di sospendere gli interventi sul mercato ufficiale dei cambi. Si spera che la lira possa trovare un nuovo equilibrio nei confronti del dollaro e delle altre valute con un deprezzamento di entità limitata.

I provvedimenti monetari e fiscali. Vengono adottate misure monetarie dapprima non sufficientemente restrittive (aumento dal 6 al 7 per cento, poi dell'8 per cento del tasso di sconto e anticipazione; richiamo di riserve obbligatorie in misura pari allo 0,75 per cento dei depositi, ma distribuito in due rate per complessivi 800 miliardi; aumento dal 15 al 15,75 per cento del coefficiente marginale di riserva obbligatoria). Le misure si dimostrano subito inadeguate cosicché la svalutazione della lira procede progressivamente. In febbraio il tasso di deprezzamento rispetto al valore medio di gennaio (su cui influiscono già i bassi valori dell'ultima decade di quel mese) è dell'8,7 per cento.

Sviluppi nel corso del 1976. In marzo, con la formazione del nuovo governo viene decisa la riapertura del mercato ufficiale dei

cambi; tuttavia nel programma gli obiettivi di crescita della produzione e di riassorbimento della disoccupazione sembrano prevalere rispetto a quello della stabilità dei prezzi. Alla fine dello stesso mese viene abolita la possibilità di sconto automatico dei crediti all'esportazione e i tassi ufficiali di sconto e anticipazione vengono aumentati di 4 punti percentuali. Vengono adottati provvedimenti fiscali volti a ridurre il disavanzo del settore pubblico di un ammontare pari, su base annua, a circa l'1 per cento del reddito nazionale; le misure risultano però inadeguate a contenere l'aumento della domanda interna in limiti compatibili con un migliore equilibrio dei conti con l'estero.

Oltre alle scorte e ai consumi, il buon andamento della domanda interna ed estera e il miglioramento dei conti economici delle imprese, favorito anche dalla svalutazione del cambio, mettono in moto un ciclo di investimenti in impianti e macchinari che solleva nell'anno tale aggregato dell'8 per cento rispetto all'anno precedente.

La svalutazione della lira nei confronti del dollaro e delle altre valute procede in marzo con una perdita del 5,8 per cento rispetto al mese precedente e in aprile con una ulteriore perdita del 5,7 per cento; l'esiguità delle riserve valutarie, sia pure accresciute nel frattempo dall'incasso di un prestito della CEE di un miliardo di dollari, obbliga a una difesa elastica del cambio.

Varie misure restrittive sono decise per quanto riguarda le assegnazioni di valuta ai turisti, i termini di pagamento per le importazioni ed esportazioni, i termini di libera disponibilità della valuta per gli esportatori, l'obbligo di finanziare in valuta i crediti commerciali a breve concessi all'estero (per il 30 per cento per le esportazioni e per il totale per le importazioni).

Viene introdotta una legislazione (legge 159) che prevede procedimenti penali contro gli esportatori di valuta, mutando in tal modo drasticamente l'atteggiamento liberale adottato fino ad allora rispetto al fenomeno dell'esportazione dei capitali. In pari tempo provvedimenti restrittivi di natura fiscale agiscono sulle imposte dirette e tariffarie per un ammontare ex ante dell'ordine di 800 miliardi.

Influiscono sull'andamento della nostra moneta aspettative di ordine politico: al pari di trenta anni prima nel maggio del 1976 il valore del dollaro sul mercato dei cambi supera le 900 lire.

Dai dati relativi ai prezzi delle esportazioni risulta evidente che gli operatori trasferiscono automaticamente sui ricavi in lire il tasso di deprezzamento della moneta (da dicembre a maggio i prezzi delle

esportazioni aumentano del 17,8 per cento, esattamente in linea con il tasso di svalutazione medio ponderato della nostra moneta, pari al 18,6 per cento); non viene tuttavia recuperato l'aumento che si verifica sui mercati internazionali, cosicché ne risulta un miglioramento di competitività, ma anche un deterioramento della ragione di scambio.

La rapida svalutazione si riflette sui prezzi ingrosso interni che nel primo e secondo trimestre del 1976 aumentano a tassi annui rispettivamente del 44 e del 22 per cento; i prezzi al consumo mostrano pure una sensibile riaccelerazione rispetto al 1975 crescendo nel corso del primo semestre del 23 per cento su base annua.

In tale contesto matura la decisione di ricorrere a un nuovo provvedimento di controllo degli acquisti di valuta: si stabilisce, a partire dal 6 maggio, che contro tutti gli acquisti di valuta si effettui un deposito infruttifero della durata di tre mesi pari al 50 per cento degli acquisti stessi; il provvedimento riduce immediatamente la domanda di valuta estera, cosicché nel mese di maggio gli interventi sul mercato dei cambi sono approssimativamente in equilibrio, dopo interventi dell'ordine di 700 e 300 milioni di dollari rispettivamente in marzo e in aprile.

La lira mostra una decisa tendenza all'apprezzamento; il valore del dollaro ridiscende a metà maggio intorno alle 820 lire; ulteriori rivalutazioni della lira sono frenate dall'acquisto di riserve da parte della banca centrale.

In giugno, in seguito ad un'altra crisi politica, si procede allo scioglimento anticipato delle Camere; i risultati delle elezioni, che assegnano ancora una maggioranza relativa al Partito della Democrazia cristiana rispetto al Partito Comunista, sembrano riflettersi sul mercato dei cambi, con un notevole afflusso di valuta durante l'ultima decade di giugno e in luglio. Tra fine maggio e fine luglio le riserve ufficiali aumentano di 1.700 milioni di dollari.

L'attività produttiva segna una pausa in estate, come riflesso delle misure restrittive monetarie e fiscali, ma in consonanza altresì con una analoga pausa in tutti i principali paesi industrializzati. Nel quarto trimestre la produzione presenta di nuovo una inattesa e rapida crescita connessa ancora, almeno in parte, a un accumulo di scorte. Nel dicembre del 1976 la produzione industriale supera del 20 per cento il livello del dicembre dell'anno precedente.

Nel complesso dell'anno 1976 la produzione industriale supera del 12 per cento il livello medio del 1975; del forte aumento della

produzione risente positivamente la produttività del lavoro, cosicché i costi del lavoro per unità di prodotto crescono solo del 15 per cento tra i due anni contro un incremento del 21 per cento della massa salariale.

La lira risulta svalutata in dicembre del 20 per cento rispetto al dicembre del 1975 e del 17 per cento nella media dell'anno, cosicché la competitività verso l'estero risulta fortemente avvantaggiata con una riduzione del 13 per cento dei costi di produzione in dollari dei nostri prodotti industriali (contro l'aumento dell'1 per cento negli Stati Uniti, e una riduzione del 5 per cento in Germania e di circa il 2 per cento nell'area OCSE).

Il buon andamento delle esportazioni, sostenute soprattutto dalla ripresa della domanda internazionale e dal miglioramento della competitività, e l'accelerazione di tutte le componenti della domanda interna (con l'esclusione degli investimenti in costruzioni) conducono a un aumento del prodotto interno lordo a prezzi costanti del 5,6 per cento; a prezzi correnti la crescita è del 25 per cento.

Il programma di stabilizzazione di fine 1976 e per il 1977. La ripresa della domanda e della produzione nel quarto trimestre mette di nuovo in luce la precaria situazione dei nostri conti con l'estero. Vi si fa fronte con provvedimenti di carattere monetario. Il tasso ufficiale di sconto viene elevato dal 12 al 15 per cento (con possibilità di raggiungere il 18 per cento in caso di penalizzazione). Oltre al deposito infruttifero, viene imposta per le prime due settimane di ottobre una tassa sull'acquisto di valuta (pari dapprima al 10 per cento, in seguito, dopo una settimana di sospensione, reintrodotta nella misura del 7 per cento); il costo del dollaro per gli esportatori sale corrispondentemente dalle circa 860 lire del cambio ufficiale a 920 lire. Provvedimenti di carattere valutario restringono il periodo di libera disponibilità degli introiti valutari da parte degli esportatori e limitano la quantità di lire detenuta da operatori residenti all'estero; viene innalzata la percentuale obbligatoria di finanziamenti in valuta per crediti all'esportazione. Per tutte le aziende di credito è fissato un massimale per l'espansione degli impieghi in lire pari al 7 per cento a fine novembre, all'11 per cento in dicembre, all'11 per cento in marzo 1977, il tutto con riferimento al giugno 1976. L'accelerazione del prodotto e dei prezzi e le misure restrittive adottate durante il 1976 conducono a un rapporto tra credito totale e prodotto interno lordo pari al 23,4 per cento contro il 29,6 nell'anno precedente.

L'imposizione di un massimale per lo sviluppo dei soli impieghi in lire è esplicitamente volta a favorire l'afflusso di finanziamenti in valuta attraverso l'intermediazione delle aziende di credito.

Dalla situazione della bilancia dei pagamenti nel corso del 1976 risulta che non è stato ancora assorbito il disavanzo derivante dall'aumento dei prezzi del petrolio: di conseguenza permane l'impossibilità di perseguire simultaneamente un obiettivo interno di elevata occupazione (della capacità produttiva e della forza di lavoro) e l'equilibrio dei conti con l'estero. Tale consapevolezza porta all'adozione (a partire da settembre) di un programma di stabilizzazione incentrato essenzialmente sul contenimento del disavanzo del settore pubblico. La manovra tende a inquadrarsi in una visione di medio periodo in cui la riduzione del disavanzo corrente del settore pubblico — supposta una derivata totale inferiore all'unità del risparmio nazionale rispetto a tale variabile — deve far posto all'aumento degli investimenti.

In assenza di provvedimenti di riduzione del disavanzo pubblico le proiezioni macroeconomiche indicavano come probabile nel 1977 un disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti dell'ordine di 2.000 miliardi, con un tasso di inflazione del 18 per cento e una crescita del prodotto interno lordo intorno al 3 per cento (a prezzi costanti).

La situazione di indebitamento esterno e contatti preliminari con gli esperti del FMI fanno apparire come desiderabile, sempre con riferimento all'anno solare 1977, un avanzo di parte corrente dell'ordine di 1.000 miliardi. Le analisi indicavano in 4.000 miliardi l'entità del prelievo addizionale di imposte, rispetto alle tendenze, necessario per ottenere il desiderato miglioramento di circa 3.000 miliardi della bilancia dei pagamenti correnti. Il risultato teneva conto di un abbassamento della propensione al consumo, in analogia a quanto si era verificato dopo i provvedimenti del 1974 e nel corso della recessione del 1975 (in assenza di tale movimento della propensione al consumo il prelievo avrebbe dovuto essere di 6.000 miliardi).

L'obiettivo viene accolto nella Relazione previsionale e programmatica per l'anno 1977 presentata al Parlamento il 30 settembre 1976. In tale documento si indica infatti un prelievo, addizionale rispetto alle tendenze in atto, pari al 2,5 per cento del prodotto interno lordo (previsto in 160.000 miliardi). Si ipotizza un aumento della spesa in conto ristrutturazione industriale e altri interventi di varia natura del settore pubblico, che dovrebbero incidere sull'andamento

degli investimenti nel corso del 1977; di fronte a un prelievo di circa 4.000 miliardi si prevede in tal modo un aumento della spesa pubblica, rispetto alle tendenze, dell'ordine di 1.000-1.500 miliardi.

Il programma di stabilizzazione avrebbe condotto a una crescita nulla del prodotto interno rispetto al 1976 con una diminuzione dell'attività nel corso dell'anno. Viene anche deciso di eliminare gradualmente l'imposta del 7 per cento sugli acquisti di valuta e il deposito del 50 per cento per 3 mesi sugli stessi acquisti.

Il livello della produzione nell'ultimo trimestre del 1976 risulta del 2 per cento circa più elevato di quello stimato in settembre; il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è coerentemente più elevato. Immaginando in corso d'anno un profilo della domanda e della produzione identico a quello calcolato in precedenza, l'aumento del prodotto interno lordo per il 1977 si prevede ora del 2 per cento (a fronte di una previsione precedente di sviluppo nullo). Per la bilancia dei pagamenti corrente si ipotizza di conseguenza un più elevato disavanzo nella prima parte dell'anno e un passivo di 500 miliardi per l'anno solare; per i dodici mesi che terminano nel marzo del 1978 si prevede di tornare in attivo per 500 miliardi.

Nel corso degli ultimi mesi del 1976, in presenza della rapida ripresa ricordata, e in seguito a ulteriori contatti con gli esperti del FMI, il Governo italiano adotta provvedimenti volti a ottenere un prelievo addizionale di circa 5.000 miliardi in luogo di 4.000. Viene altresì ipotizzato di non aumentare il livello della spesa rispetto alle tendenze. Inoltre gli esperti del FMI, in ossequio agli statuti dell'organizzazione, chiedono l'eliminazione della imposta sugli acquisti di valuta e del deposito infruttifero; indicano anche come necessarie, per un riaggiustamento della posizione esterna dell'Italia che non incida troppo negativamente sul livello dell'attività economica, una ulteriore sostanziale svalutazione della lira e limitazioni al meccanismo di indicizzazione dei salari.

Le misure fiscali e tariffarie vengono adottate nei mesi autunnali e attuate gradualmente negli ultimi mesi del 1976 e nei primi mesi del 1977. Insieme ai provvedimenti volti a ridurre il disavanzo si pongono in atto una serie di revisioni dei prezzi amministrati, tendenti a spostare la distribuzione del reddito dal settore delle famiglie a quello delle imprese, per un ammontare di circa 3.000 miliardi.

Negli incontri tra le organizzazioni degli imprenditori e dei sindacati si giunge, nel quadro di un programma volto ad aumentare la

capacità produttiva del sistema, a un accordo per la soppressione di cinque festività infrasettimanali per ogni anno e si elimina l'indicizzazione per alcuni elementi accessori della retribuzione e per gli accantonamenti per indennità di licenziamento e quiescenza; è anche modificata la composizione del paniere di riferimento per il calcolo dell'indice sindacale, ripristinando la possibilità di aumentare, senza immediato effetto sull'indice stesso, alcuni prezzi amministrati e le tariffe di alcuni servizi pubblici.

Il nuovo accordo stand-by con il FMI e le raccomandazioni della CEE. Nella lettera di intenti del Governo al FMI in aprile non compaiono notazioni sulla necessità di far leva sul tasso di cambio della lira per il riaggiustamento della posizione esterna.

Per alleviare la crescita dei costi di produzione nel settore industriale viene adottata una parziale fiscalizzazione degli oneri sociali a carico delle imprese con l'effetto di ridurre di circa il 4 per cento il costo del lavoro nell'industria manifatturiera; la copertura viene effettuata solo parzialmente, con l'aumento anche di imposte indirette; non è possibile ottenere dai sindacati l'assenso a escludere dal calcolo dell'indice di riferimento il conseguente effetto sui prezzi.

Per quanto riguarda il disavanzo del settore pubblico il governo assume un impegno di mantenerlo in 16.500 miliardi, includendo nell'aggregato, oltre alla Pubblica Amministrazione, l'ENEL e le Aziende Autonome (il cosiddetto settore pubblico allargato); per il credito totale interno l'impegno con il Fondo Monetario Internazionale è di contenerlo in 30.000 miliardi, nel periodo di 12 mesi terminanti al 31 marzo 1978.

Tra gli impegni è essenziale quello di mantenere il numero di scatti di scala mobile, dopo i 9 punti di febbraio (conseguenti alla accelerazione dei prezzi della fine del 1976 e dei primi mesi del 1977, in parte legata all'aumento di imposizione indiretta decisa nel quadro del programma di stabilizzazione), in non più di 7 a maggio, non più di 13 in agosto, non più di 18 in novembre, non più di 22 nel febbraio del 1978 e non più di 26 nel maggio.

Il Consiglio dei Ministri economici e finanziari della CEE indica, nel quadro delle raccomandazioni di politica economica connesse all'utilizzo del sostegno a medio termine e dei prestiti comunitari, un contenimento del credito in 30.600 miliardi per l'anno 1977.

I risultati. L'evoluzione economica nel corso del 1977 è caratterizzata da una caduta della produzione superiore al previsto; influen-

sce in tal senso l'andamento particolarmente negativo della congiuntura internazionale e più specificamente di quella europea; conseguenza questa dei programmi di stabilizzazione del Regno Unito e della Francia e della incerta evoluzione della produzione in Germania.

Il rinnovo dei massimali all'espansione degli impieghi in lire delle aziende di credito, per il periodo dal marzo del 1977 al marzo del 1978, determina un'evoluzione particolarmente restrittiva dei crediti fino a settembre, con effetti sull'accumulo di scorte; la tendenza alla diminuzione dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali migliora le ragioni di scambio a favore dei prodotti industriali e riduce ulteriormente la tendenza all'acquisto di scorte importate.

L'espansione del credito totale interno risulta nel primo trimestre dell'anno pari a 7.400 miliardi, contro una valutazione iniziale di 6.300; l'eccesso si può spiegare con i rimborsi dei finanziamenti a breve termine che gli importatori italiani avevano ottenuto dalle controparti estere in seguito all'imposizione del deposito nell'acquisto di valuta. Nel secondo trimestre dell'anno, primo periodo di applicazione degli accordi con il FMI, il credito totale interno si espande esattamente in linea con una previsione di 8.200 miliardi. Nel terzo trimestre dell'anno il credito si espande di 6.400 miliardi contro un impegno per una espansione massima di 6.200 miliardi. Fino a settembre il disavanzo del settore pubblico, e più in particolare del Tesoro, rimane in linea con gli impegni assunti.

L'ampia liquidità internazionale derivante dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, insieme al rigido controllo dell'espansione dei prestiti bancari in lire all'interno, favorisce l'afflusso di prestiti in valuta a operatori nazionali attraverso le banche. L'ammontare di tali prestiti compensa la scarsità degli impieghi in lire, almeno nei comparti produttivi più legati al commercio internazionale, e riduce il costo medio dei finanziamenti (superiore al 18 per cento per quelli in lire e intorno al 9 per cento per quelli in valuta); si stabilisce quindi un circolo virtuoso di maggiori prestiti in valuta, prospettive di stabilità del tasso di cambio, convenienza a ulteriori prestiti. A fine marzo 1977 la posizione netta sull'estero delle aziende di credito a seguito di tali operazioni diviene più negativa per 1.348 milioni di dollari, rispetto al dicembre 1976; a fine giugno per ulteriori 2.864 milioni di dollari. Viene in tal modo agevolmente finanziato il disavanzo della bilancia valutaria che nel primo semestre

è pari a 1.942 milioni di dollari. Su tale disavanzo (987 milioni di dollari nel solo mese di marzo) influisce la riduzione, già programmata alla fine dell'anno precedente, del deposito per l'acquisto di valuta, che comporta movimenti di fondi a breve termine in uscita verso l'estero, corrispondenti a quelli in entrata che si erano avuti al momento dell'imposizione del deposito stesso. La tassa sugli acquisti di valuta viene progressivamente eliminata senza che ciò comporti effetti negativi sulla quotazione ufficiale delle valute estere (il costo del dollaro passa da 924 lire in febbraio, comprensive della tassa, a 880 a metà marzo, primo giorno di completa eliminazione della tassa).

Il livello dell'attività produttiva tocca un minimo nei mesi di giugno e luglio; nel terzo trimestre del 1977 l'indice con base 1970 uguale a 100 è pari a 116, dopo valori di 120 nel secondo trimestre e di 130 nel primo trimestre (nel quarto trimestre del 1976 l'indice era risultato pari a 129). In settembre si ha un accenno di ripresa che non viene tuttavia confermato nei mesi successivi; il valore dell'attività produttiva nel quarto trimestre del 1977 risulta così inferiore al livello medio dell'intero anno.

Il disavanzo del settore pubblico presenta una improvvisa accelerazione, rispetto alle previsioni, nel quarto trimestre, solo in parte giustificabile come conseguenza automatica del rallentamento dell'attività produttiva e come effetto di provvedimenti riduttivi delle entrate suggeriti dal rallentamento produttivo. A fine anno il disavanzo del settore pubblico allargato risulta di 21.000 miliardi e l'espansione del credito totale interno pari a 35.500 miliardi. L'eccedenza, rispetto alle previsioni (30.600 miliardi per l'anno solare 1977), oltre all'andamento rilevato nel primo trimestre è spiegata essenzialmente dal volume del disavanzo pubblico nell'ultimo trimestre. Nonostante tale accelerazione e il rallentamento dell'attività economica, il rapporto tra credito totale interno e prodotto lordo diminuisce ulteriormente rispetto all'anno precedente al 21 per cento. Il 60 per cento circa del credito è assorbito dal settore pubblico.

Le importazioni presentano nell'anno una diminuzione in termini reali dello 0,2 per cento, contro una previsione di aumento del 3,5; le esportazioni si accrescono del 7 per cento in termini reali contro una previsione di aumento del 9 per cento, in conseguenza di un ridimensionamento della crescita della domanda internazionale dall'8 circa al 4 per cento; la caduta dei prezzi delle materie prime e delle quotazioni del dollaro porta a un miglioramento della ragione di

scambio dell'Italia di circa 2 punti percentuali contro una previsione iniziale di miglioramento di circa 1 punto. Il favorevole andamento del turismo in tutta l'Europa influisce positivamente sulle partite invisibili della bilancia dei pagamenti italiana; scompaiono anche le uscite di capitale clandestine degli anni precedenti. Nel complesso la bilancia dei pagamenti correnti presenta, nel 1977, un avanzo di oltre 2.000 miliardi, contro una previsione di disavanzo di 500 miliardi.

Il prodotto interno lordo a prezzi costanti si accresce del 2 per cento in linea con le previsioni.

I prezzi al consumo crescono nella media dell'anno del 18 per cento, in misura lievemente inferiore alle previsioni (20 per cento); tra il dicembre 1976 e il dicembre 1977 lo sviluppo è del 14,5 per cento contro una previsione del 16 per cento. Il numero di scatti dell'indice della scala mobile è 6 in maggio, 5 in agosto e 4 in novembre, contro previsioni rispettivamente di 7, 6 e 5 scatti.

Il riassorbimento del disavanzo petrolifero. Nel 1978 l'economia italiana cresce in termini reali del 2,6 per cento mentre l'aumento dei prezzi è intorno al 13 per cento; le esportazioni aumentano dell'11 per cento in termini reali e le importazioni dell'8 per cento. L'avanzo di parte corrente è stato di quasi 5.400 miliardi di lire; il flusso di credito totale interno è pari a 49.000 miliardi, il rapporto rispetto al prodotto interno lordo a prezzi correnti supera di circa 3 punti percentuali quello del 1977, e si innalza il rapporto tra consistenza delle attività finanziarie e reddito nazionale. Il settore pubblico assorbe due terzi circa del credito complessivo.

Mentre nel 1974 si era avuto un disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti pari a circa il 5 per cento del reddito nazionale, nel 1978 si ha un avanzo pari a circa il 2,5 per cento dello stesso aggregato.

Il riassorbimento del disavanzo è stato ottenuto in gran parte con una riduzione del tasso di crescita dell'economia e, in misura minore, ma significativa, con un riaggiustamento dei prezzi relativi in un contesto di rapida inflazione.

Tra il 1974 e il 1978 l'economia italiana ha infatti sperimentato una crescita in termini reali di circa il 7 per cento. Il rallentamento della domanda interna per consumi (aumentati nel quadriennio del 7,4 per cento), ma anche soprattutto e purtroppo la flessione degli investimenti (diminuiti dell'11,3 per cento) hanno permesso di limi-

tare la crescita delle importazioni: queste, valutate a prezzi costanti del 1970, sono state nel 1978 superiori solo del 13 per cento a quelle del 1974. Le esportazioni, sempre a prezzi costanti, hanno presentato nello stesso periodo uno sviluppo del 39 per cento; si è avuto nello stesso periodo un miglioramento delle ragioni di scambio di 10 punti percentuali.

Nel corso di un quadriennio il potenziale di crescita dell'economia italiana, sulla base dell'esperienza del periodo post-bellico sarebbe stato, supponendo disponibilità adeguate di forze di lavoro, del 15-20 per cento; la differenza tra tale tasso di sviluppo potenziale e quello effettivo del 6 per cento fornisce una valutazione del costo, in termini di prodotto interno lordo, dell'aggiustamento dell'economia al mutamento delle ragioni di scambio avvenute tra il 1972 e il 1974. Non è da meravigliarsi che, dato tale divario rispetto ai tassi di crescita sperimentati nel passato, si abbiano gli attuali problemi di disoccupazione, di squilibrio finanziario delle imprese, di aggravamento del processo inflazionistico.

Conclusioni e prospettive

Le crisi inflazionistiche e di bilancia dei pagamenti sono state sempre precedute, sia nell'ultimo decennio sia nel periodo precedente, da un innalzamento del rapporto tra finanziamenti al settore pubblico e a quello privato e prodotto nazionale. La restrizione monetaria è risultata sempre efficace nel controllo di tali crisi.

È apparso in tutta la sua evidenza, a partire dal 1973, un meccanismo che, attraverso un aumento delle disponibilità liquide delle imprese, conduce a esportazioni di valuta, accumulo speculativo di scorte, deprezzamento del valore esterno della moneta, inflazione.

L'influenza dell'evoluzione degli aggregati monetari sul livello dei prezzi sembra passare soprattutto attraverso il valore esterno della moneta.

La stabilizzazione del 1947 aveva posto le premesse per un prolungato sviluppo dell'economia italiana, e quella del 1963 aveva permesso il recupero della crescita della produzione e degli investimenti, con prezzi stabili, ma non dell'occupazione, dato il carattere "labour saving" degli investimenti.

Dopo il 1969 il controllo monetario continua a correggere gli squilibri con l'estero, ma, in relazione soprattutto alle mutate condi-

zioni del mercato del lavoro, la produzione stenta a riprendere e il tasso di inflazione resta elevato.

La crisi energetica del 1973-74 impone ancora il ricorso alla politica monetaria per frenare la domanda interna e correggere lo squilibrio dei conti con l'estero; date le tendenze dei costi e il crescente peso del disavanzo pubblico, il rallentamento incide però principalmente sugli investimenti e solo parzialmente sul tasso di inflazione.

Nel 1977 e nel 1978 la quota del disavanzo pubblico sul credito totale interno, al lordo dei fondi trasferiti al settore privato, sale rispettivamente a valori del 60 e del 65 per cento limitando seriamente le possibilità di manovra degli aggregati monetari e creditizi. La quota era rimasta intorno al 40 per cento negli anni '70 fino al 1976 e sempre al di sotto del 30 per cento nei periodi precedenti (intorno al 15 per cento nel periodo 1959-63).

La buona posizione di partenza dei conti con l'estero permette all'economia italiana, a partire dal 1979, di riprendere una linea di sviluppo più rapida di quella degli anni precedenti. Il tasso di crescita dovrebbe risultare vicino al 4,5 e il 5 per cento nell'anno in corso; purtroppo la nuova ondata di aumenti dei prezzi del petrolio riaccelererebbe il processo inflazionistico e deprime il livello dell'attività economica rallentando la domanda; nonostante tali aumenti, la bilancia dei pagamenti continua a rimanere attiva.

Perché l'economia possa realizzare il tasso di crescita consentito dalla disponibilità di risparmio e di forze di lavoro e il processo inflazionistico possa rientrare in linea con quello che si osserva in media negli altri paesi industrializzati, è necessario che si realizzino, nel corso dei prossimi anni, alcune condizioni che sono in gran parte fuori del controllo della politica monetaria. Queste consistono: a) in un adeguato sviluppo della domanda internazionale; b) in una inversione della tendenza della quota di redditi da lavoro dipendente a crescere sul totale del reddito nazionale; ciò al fine di mantenere la necessaria competitività per le esportazioni e lasciare spazio per l'aumento degli investimenti; per contenere il tasso di inflazione è necessaria una moderazione della crescita in termini nominali, oltre che reali, della massa salariale; c) in una riduzione della quota di risparmio privato destinata a coprire il disavanzo corrente della Pubblica Amministrazione, sempre al fine di creare spazio per l'espansione degli investimenti; d) in una ripresa della domanda per investimenti sia pubblici che privati.

In tale contesto il ruolo della politica monetaria e in particolare del controllo dei finanziamenti complessivi, della liquidità soprattutto delle imprese, del livello e della struttura dei tassi di interesse rimane essenziale al fine di contenere la domanda globale nei limiti di capacità dell'offerta e per l'equilibrio dei conti con l'estero.

ANTONIO FAZIO

APPENDICE STATISTICA

MONETA, CREDITO E ATTIVITÀ FINANZIARIE

TABELLA 1

	1952-57	1958-63	1964-68	1969-73	1974-78	
	<i>Tassi percentuali di crescita (medie annue)</i>					
Impieghi bancari	16,7	17,0	10,1	15,9	16,9	
Finanziamenti complessivi	—	—	9,3	14,6	17,3	
<i>di cui:</i>						
— Settore privato	—	—	7,9	12,7	14,0	
— Settore pubblico	—	—	15,1	22,5	24,1	
Depositi bancari	15,8	16,2	13,7	15,1	24,6	
Moneta (M2)	12,5	15,1	12,5	15,9	20,7	
Attività finanziarie	15,7	15,3	9,8	14,1	15,5	
	<i>Rapporti con il PIL (medie annue)</i>					
Variazioni:						
Credito totale interno	—	—	—	—	22,9	
Finanziamenti complessivi	9,2	13,1	13,0	21,5	23,6	
<i>di cui:</i>						
— Settore privato	6,7	11,2	9,0	13,9	12,7	
— Settore pubblico	2,5	1,9	4,0	7,6	10,9	
Attività finanziarie	8,5	13,8	15,2	21,7	22,6	
	<i>Rapporti con il PIL</i>					
	1951	1957	1963	1968	1973	1978
Depositi bancari	25,2	37,0	51,6	65,6	75,5	92,6
Moneta (M2)	44,1	54,5	72,0	85,9	102,4	107,1
Attività finanziarie	77,7	113,8	176,2	160,1	176,1	148,0

CREDITO E ATTIVITÀ FINANZIARIE

TABELLA 2

Anni	<i>(Rapporti con il PIL)</i>		
	Attività finanziarie (flussi)	Finanziamenti complessivi	Credito totale interno
1958	10,0	7,6	—
1959	12,7	9,9	—
1960	13,7	13,6	—
1961	15,1	13,3	—
1962	16,5	16,5	—
1963	13,4	15,2	—
1964	10,3	9,3	—
1965	15,3	12,2	—
1966	17,2	14,6	—
1967	15,0	13,8	—
1968	17,0	14,4	—
1969	17,0	14,6	—
1970	16,4	16,7	—
1971	20,4	19,9	—
1972	25,2	23,8	—
1973	26,2	28,3	—
1974	16,0	21,9	19,1
1975	24,4	28,3	26,8
1976	21,6	24,4	23,2
1977	22,5	21,4	20,6
1978	25,6	22,9	24,2

BILANCIA DEI PAGAMENTI
(miliardi di lire)

TABELLA 3

Periodo	Partite correnti		Movimenti di capitali (inclusi errori e omissioni)		Totale
	Totale	Bilancia petrolifera	Totale	Prestiti compensativi	
1951-57	— 30,2	—	87,7	—	57,5*
1958-63	161,2	—	— 12,0	—	149,2*
1964-68	1.146,7	—	— 653,8	—	492,9*
1969	1.462,3	— 540,0	— 2.346,8	97,0	— 884,5
1970	475,7	— 732,0	— 275,9	933,0	— 199,8
1971	981,2	— 611,0	— 500,6	— 120,7	480,6
1972	1.168,5	— 714,0	— 1.892,6	256,0	— 724,1
1973	— 1.472,5	— 903,0	1.215,6	2.515,0	— 256,9
1974	— 5.212,4	— 4.464,0	1.496,8	1.326,0	— 3.715,6
1975	— 377,0	— 4.208,0	— 1.061,5	— 626,0	— 1.438,5
1976	— 2.343,1	— 6.090,0	812,1	— 283,0	— 1.531,0
1977	2.175,3	— 6.599,1	— 445,5	— 543,0	1.729,8
1978	5.400,5	— 6.419,4	1.596,1	— 701,0	6.996,6

* Medie annue.