

I movimenti di capitali bancari con l'estero e la politica monetaria italiana

Dopo la dichiarazione di convertibilità esterna della lira (dicembre 1958) le autorità monetarie italiane hanno fatto crescente ricorso a modifiche della posizione verso l'estero delle aziende di credito. Questa tecnica di intervento venne introdotta, in forma limitata e parziale, nel novembre del 1955 quando si consentì alle banche, entro determinati massimali, di acquisire valuta contro lire con operazioni di riporto e viceversa. L'acquisizione di valuta dall'estero nella forma ora indicata è tuttavia soggetta al massimale fissato per lo squilibrio delle posizioni a termine in valuta, derivante non solo dalle predette operazioni con l'estero ma anche da quelle con i residenti. L'ammontare del massimale, fissato inizialmente in un controvalore pari a 37,5 milioni di dollari, fu elevato a 150 milioni nel novembre del 1959 e in seguito gradualmente aumentato fino a raggiungere il livello attuale (dicembre 1966) di 457 milioni di dollari.

L'indebitamento delle aziende di credito verso l'estero trovò la sua origine nella duplice esigenza di integrare il fabbisogno di liquidità del mercato italiano e di consentire alle imprese di ottenere credito a condizioni più favorevoli, essendo i tassi del mercato internazionale inferiori a quelli italiani. Negli anni successivi cadde il motivo del fabbisogno di liquidità, e nel 1959 in gran parte anche quello dovuto a scarti nei tassi d'interesse.

Nella nuova situazione le autorità monetarie ritennero opportuno avviare le imprese italiane verso i finanziamenti in valuta forniti dal sistema bancario a valere sulle attività verso l'estero accumulate dall'Ufficio italiano dei cambi. A tal fine le banche vennero autorizzate (novembre 1959) a detenere una propria tesoreria in valute estere, mediante l'acquisto di dollari dall'Ufficio italiano dei cambi a fermo o con facoltà di riscatto. Nel primo caso l'acquisto e la vendita hanno luogo al cambio medio ufficiale del giorno delle rispettive operazioni, nel secondo l'acquisto a pronti e la rivendita a termine si traducono

sostanzialmente in una operazione di cessione allo stesso tasso di cambio, con possibilità di rinnovo a scadenza (di regola alla fine del secondo mese successivo a quello dell'acquisto). Il massimale complessivo, fissato inizialmente in 150 milioni di dollari, fu in seguito gradualmente elevato, raggiungendo il livello attuale (dicembre 1966) di circa 1.900 milioni di dollari. Questa misura consentì alle banche di accordare finanziamenti in valuta alla clientela italiana senza ricorso all'estero, nonchè di effettuare depositi all'estero e investimenti a breve termine in valuta.

In virtù delle misure ora descritte, le aziende di credito italiane acquisirono la possibilità di raccogliere valuta di origine sia interna che esterna e di effettuare impieghi sia all'interno che all'estero.

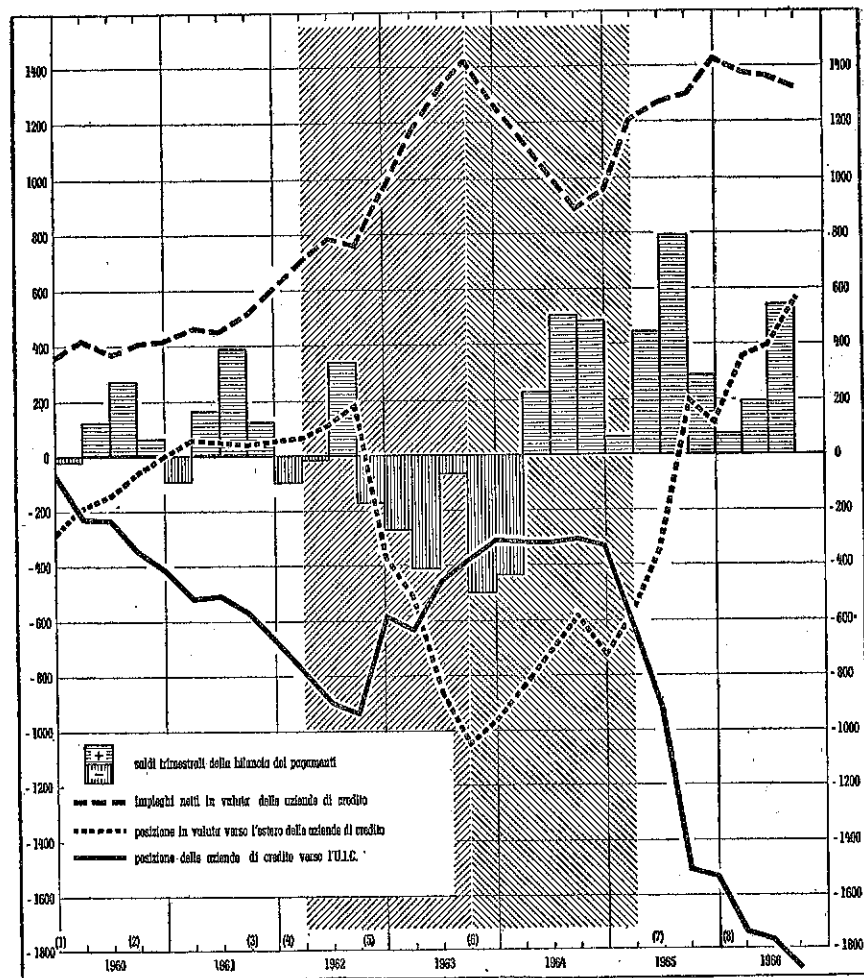
Accanto alla normale gestione in lire delle aziende di credito si avviò così una gestione in valuta, che concorse ad allargare la sfera delle operazioni regolate in dollari e ad alimentare il mercato internazionale dell'Euro-dollaro. La possibilità offerta alle banche di acquisire valuta dall'Ufficio italiano dei cambi fu prontamente raccolta, cosicchè dette origine da un lato alla formazione di una posizione debitoria in valute convertibili verso l'Ufficio, prevalentemente sotto forma di operazioni con patto di riscatto, dall'altro alla sostituzione dei finanziamenti in valuta delle banche estere, nonchè alla formazione di nuove attività sull'estero.

Tra il novembre del 1959 e l'agosto del 1960, la posizione debitoria verso l'Ufficio italiano dei cambi salì di 262 milioni di dollari, a fronte di un miglioramento pressochè analogo dei conti con l'estero (fig. 1). Nel contempo, l'erogazione di finanziamenti in valuta alla clientela, che aveva segnato un aumento fino a tutto il mese di novembre 1959, si mantenne su un livello pressochè stabile. A tale evoluzione concorse sia l'aumento dei tassi d'interesse sul mercato dell'Euro-dollaro, sia l'accordo interbancario (settembre 1959) sui tassi minimi per i finanziamenti esteri che frenò la serrata concorrenza fra le banche per l'accaparramento della clientela attraverso questa via.

L'apertura di vasi comunicanti tra l'interno e l'estero è stata regolata dalla banca centrale, oltrechè per soddisfare le esigenze di liquidità del mercato interno, anche per provvedere, in via subordinata, al fabbisogno di liquidità del mercato internazionale. Ciò avvenne nell'agosto del 1960, quando, in presenza di un avanzo di bilancia dei pagamenti dell'ordine di circa 500 milioni di dollari su

RAPPORTI FINANZIARI IN VALUTA ESTERA
E ANDAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI VALUTARIA
(milioni di dollari)

Fig. 1



- (1) Novembre 1959: le banche sono autorizzate a detenere una tesoreria autonoma in valute estere.
- (2) Agosto 1960: è fatto obbligo alle banche di eliminare entro il 31 gennaio 1961 la posizione passiva in valuta con l'estero.
- (3) Secondo semestre 1961: l'U.I.C. deposita valuta presso le banche.
- (4) Gennaio 1962: riduzione della percentuale delle riserve obbligatorie dal 25 al 22,5 per cento.
- (5) Ottobre 1962: ripristino della autorizzazione alle banche a detenere una posizione passiva in valuta con l'estero.
- (6) Settembre 1963: le banche sono invitate a non aumentare e se possibile a ridurre la posizione passiva con l'estero.
- (7) Febbraio 1965: i depositi dell'U.I.C. in valuta presso le banche sono soppressi.
- (8) Gennaio 1966: le cessioni di dollari con patto di riscatto dell'U.I.C. sono limitate alle banche con posizione debitoria netta verso l'estero. Nella seconda metà dell'anno si stabilisce che all'U.I.C. possano ricorrere anche le banche con posizione creditoria ma che in tal caso sia versato un premio del 2,50 per cento.

base annua e di crescenti tensioni nella liquidità internazionale, si dispose che le banche italiane procedessero entro la fine dell'anno (termine prorogato poi di un mese) all'eliminazione dei propri saldi passivi in valuta nei confronti dell'estero attingendo alle disponibilità dell'Ufficio italiano dei cambi con operazioni di riporto. A questo adempimento le banche dettero corso non tanto mediante una riduzione delle passività (32 milioni di dollari) quanto piuttosto con un aumento delle attività (190 milioni). All'incremento delle attività sull'estero concorse l'autorizzazione accordata alle banche nel settembre 1960 di finanziare operazioni a breve termine di non residenti sotto forma di effetti e documenti scontati.

I depositi in valuta dell'Ufficio italiano dei cambi.

Il crescente apporto di liquidità della componente estera registrato dall'economia italiana durante il 1961 non fu sufficiente ad impedire che il rapporto liquidità-depositi presentasse un sensibile declino, in seguito ad un incremento degli impieghi in misura pari a circa il 20 per cento a fronte di un incremento dei depositi del 17 per cento. L'importo complessivo delle operazioni di cessione di dollari contro lire dall'Ufficio italiano dei cambi alle banche mostrò quindi tendenza a stabilizzarsi, mentre il fabbisogno di liquidità in lire si fece più acuto. In presenza di questa situazione le autorità monetarie disposero, fin dal mese di febbraio, che, nel conteggio per la determinazione della prescritta posizione a pareggio in valuta, venissero escluse le operazioni a termine, in modo da consentire di attingere alle fonti estere finanziamenti in valuta per il fabbisogno interno. Questa misura ebbe peraltro scarso seguito, occorrendo impegnare lire in contropartita della valuta ottenuta dall'estero, cosicché fu integrata con la costituzione, presso le grandi banche che più accusavano scarsità di mezzi liquidi, di depositi in dollari tratti dalle disponibilità dell'Ufficio italiano dei cambi. I depositi, fruttanti l'interesse del 3,50 per cento, pari al tasso ufficiale di sconto, furono aperti sia con appositi versamenti, sia mediante chiusura di una parte delle operazioni di riporto in essere con le banche e quindi con riacquisto dei dollari ceduti contro lire a cambio fisso e con contemporanea costituzione in deposito dei dollari stessi.

In quel periodo prese l'avvio una fase di rapido sviluppo produttivo e di crescenti interventi delle autorità monetarie. La spinta

eccezionale che caratterizzò l'attività industriale nell'ultima parte del 1961, e che seguiva una ininterrotta espansione iniziata alla fine del 1958, condusse la nostra economia a raggiungere praticamente i limiti della capacità produttiva e la frontiera della piena occupazione. Rispetto all'anno precedente gli investimenti nell'industria aumentarono, a prezzi costanti, in misura pari al 19 per cento. La domanda estera, dal canto suo, continuò a presentare nel secondo semestre del 1961 una favorevole evoluzione tanto da fornire una crescente eccedenza nel saldo globale della bilancia dei pagamenti.

Il 1962 si aprì con una situazione di crescente domanda interna e di diffusi e ingenti investimenti in corso di attuazione, come eredità di un passato in cui si erano avute favorevoli prospettive di profitto. Nel gennaio di quell'anno le autorità monetarie consentirono la riduzione delle riserve obbligatorie bancarie dal 25 al 22,5 per cento, comportante una iniezione di liquidità di circa 200 miliardi di lire e nel contempo riportarono i depositi in valuta presso le banche, che al dicembre avevano raggiunto l'ammontare massimo di 302 milioni di dollari, al livello di 118 milioni. La riduzione dei depositi in valuta diede di fatto origine al ripristino di corrispondenti operazioni di cessione di dollari con patto di riscatto.

Nel corso del 1962 furono attuate profonde riforme di struttura, che conducevano alla nazionalizzazione dell'industria elettrica e alla introduzione di un'imposta cedolare d'acconto sui titoli azionari; nel contempo entrarono in fase di rapida ascesa le retribuzioni sia nella pubblica amministrazione che nel settore privato.

La ripresa dell'indebitamento bancario.

Molteplici fattori vennero così a creare in Italia una situazione che alterava i preesistenti rapporti fra costi e ricavi, fra domanda di beni di consumo e beni di investimento, fra domanda e offerta globale; in breve, una situazione che rompeva il preesistente assetto produttivo interno e turbava l'andamento della bilancia dei pagamenti del paese.

La liquidità interna andò ad alimentare in misura crescente la domanda anziché l'offerta di prodotti, mentre gli interventi delle autorità monetarie risultarono sempre più condizionati dalle esigenze della pubblica amministrazione, comprese quelle derivanti dalla na-

zionalizzazione dell'industria elettrica, nonché dal fabbisogno di finanziamento degli investimenti in corso, sia pubblici sia privati.

Gli incrementi dei salari superarono quelli della produttività, mentre i prezzi, anche per la pressione della concorrenza estera, non assorbirono interamente i maggiori costi, cosicché le imprese videro menomate le proprie capacità di autofinanziamento e dovettero fare più ampio ricorso alle fonti esterne per il completamento degli impianti. Il venir meno, in generale, delle previste correnti di risparmio minacciò di pregiudicare anche gli investimenti in corso di completamento ed in particolare quelli, di notevole entità e in larga parte del settore pubblico, localizzati nel Mezzogiorno e destinati ad allargare a breve scadenza il livello delle esportazioni e a ridurre quello delle importazioni. Si ritenne allora di intervenire in modo differenziato, introducendo da un lato restrizioni nel mercato dei capitali per frenare nuove iniziative, dall'altro allargando il credito per consentire la prosecuzione delle attività produttive e di investimento già avviate.

L'alimentazione della liquidità bancaria continuò con operazioni di mercato aperto e con l'allargamento dei margini disponibili nei conti di anticipazione, ma soprattutto con il ripristino, avvenuto nel mese di ottobre, della facoltà per le banche di assumere una posizione debitoria netta verso l'estero. Quest'ultimo provvedimento diede immediatamente origine ad un ricorso ai finanziamenti in valuta in misura da compensare i pur rilevanti disavanzi della bilancia dei pagamenti che intanto si venivano formando. Fra il novembre 1962 e l'agosto 1963 l'indebitamento aumentò di 1.082 milioni di dollari, ai quali va aggiunto un aumento dell'indebitamento netto in lire pari a 136 milioni di dollari, mentre il disavanzo complessivo della bilancia dei pagamenti fu pari a 918 milioni di dollari. Gli indebitamenti verso l'estero trovarono la loro contropartita in un ulteriore incremento dei finanziamenti in valuta all'interno per 538 milioni di dollari e in una riduzione della posizione in dollari con l'Ufficio italiano dei cambi per 544 milioni. In quest'ultimo caso l'indebitamento verso l'estero si ricollegò all'esigenza delle aziende di credito di aumentare la liquidità in lire attraverso la cancellazione di un corrispondente ammontare di riporti in dollari.

La raccolta di fondi che determinò l'incremento delle passività nette in valuta delle banche italiane si accentrò quasi interamente sul mercato dell'Euro-dollaro. Come si può desumere dalle rilevazioni

trimestrali dell'Ufficio italiano dei cambi, la posizione netta delle banche italiane su quel mercato divenne passiva per 976 milioni di dollari nel settembre 1963, mentre era sostanzialmente in equilibrio un anno prima.

I finanziamenti bancari dell'estero e il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Alla formazione del predetto saldo concorsero sia i fondi ottenuti attraverso l'intermediazione delle varie piazze europee, sia quelli ricevuti direttamente in deposito da non residenti. In assenza di crediti bancari da parte dell'estero, il saldo globale negativo della bilancia dei pagamenti italiana avrebbe potuto verificarsi soltanto qualora le autorità monetarie avessero fornito liquidità sostitutiva attraverso le componenti interne e fossero state disposte, quindi, ad accettare una riduzione nelle disponibilità ufficiali. Se si vuole escludere questa ipotesi, si deve osservare che i finanziamenti bancari dell'estero concorsero ad elevare il tasso di sviluppo della domanda interna e quindi il livello delle importazioni. L'utilizzo dei fondi esteri, tuttavia, mostrò tendenza ad ampliarsi in crescente misura per un processo di auto-alimentazione, in quanto stimolava la domanda interna e accresceva per conseguenza il disavanzo della bilancia dei pagamenti. Si può quindi dire che esso non operava in modo da far convergere il sistema verso l'equilibrio. Soltanto nella fase finale di questo ciclo, e cioè dopo la seconda metà del 1963, la domanda di credito bancario sul mercato estero andò incontro ad un rialzo dei costi che ne frenò l'ulteriore sviluppo ed anzi ne promosse il declino, secondo le direttive che, del resto, erano state nel frattempo impartite dalle autorità monetarie.

Nella fase di disavanzo della bilancia dei pagamenti italiana (quarto trimestre 1962 - primo trimestre 1964) l'effetto negativo sulla liquidità bancaria interna fu, fino all'agosto 1963, più che neutralizzato dall'incremento dell'indebitamento delle banche italiane verso l'estero; successivamente la situazione si modificò radicalmente in quanto al disavanzo della bilancia dei pagamenti si vennero a cumulare gli esborsi connessi con la riduzione dell'indebitamento bancario verso l'estero.

Parallelamente a questa evoluzione si ebbe un rallentamento nel tasso di sviluppo degli impieghi bancari, che ebbe inizio nel luglio

1963 in seguito ad un peggioramento della situazione interna, dovuto all'aumento dei costi di lavoro e del finanziamento esterno, aumento superiore a quello della produttività e dei prezzi. Al tempo stesso si manifestò una condotta più riflessiva da parte delle aziende di credito sotto l'azione di contenimento della creazione di mezzi liquidi esercitata dalle autorità monetarie per ostacolare l'ulteriore incremento dei prezzi interni e impedire la modifica della parità della lira.

Gli interventi delle autorità continuarono ad essere creatori di liquidità, ma furono più limitati nell'apporto in presenza di larghi assorbimenti dovuti alla componente estera. D'altra parte, una politica più liberale avrebbe dato origine ad un crescente scarto fra offerta e domanda globale, che avrebbe dovuto essere colmato prevalentemente mediante l'incremento del saldo passivo della bilancia dei pagamenti; la conseguenza ultima di un simile processo sarebbe stata la svalutazione della lira, che attraverso il meccanismo della scala mobile avrebbe potuto diventare ricorrente.

Il contenimento dell'indebitamento bancario.

L'azione più rilevante delle autorità monetarie per il contenimento della pressione inflazionistica ebbe inizio nel settembre 1963, quando le banche vennero invitate a non aumentare, e possibilmente a ridurre, la posizione di indebitamento verso l'estero raggiunta alla fine del mese precedente. Questa misura determinò un congelamento delle attività a vista tenute all'estero per 573 milioni di dollari e condusse ad un razionamento dei finanziamenti in valuta e a una forte tensione dei tassi di interesse, che accentuò quelle già in atto, dovute al generale rincaro sull'Euro-mercato e alle speciali maggiorazioni sui tassi d'interesse applicate nei confronti delle banche italiane.

La selezione più rigorosa in materia di finanziamenti adottata dalle banche e la tendenza all'aumento del costo del denaro all'interno provocarono da un lato un più ampio ricorso ai finanziamenti dell'estero a medio e lungo termine, dall'altro un declino degli impieghi e correlativamente una flessione della posizione di indebitamento a breve delle aziende di credito verso l'estero. L'incremento dei crediti dell'estero a medio e lungo termine fu nel periodo ottobre 1963 - settembre 1964 pari a 545 milioni di dollari contro 196 milioni nei dodici mesi precedenti e assunse le forme di emissioni di valori mobiliari all'estero, di prestiti concessi direttamente alle

imprese e di prestiti concessi agli istituti di credito mobiliare. Nel settore dei crediti dell'estero a favore delle aziende di credito italiane la posizione netta in valuta segnò invece nello stesso periodo una riduzione per un importo di 466 milioni di dollari, mentre nei dodici mesi precedenti vi era stato un incremento di 1.231 milioni.

La riduzione globale dei finanziamenti esteri nei due periodi posti a raffronto ebbe comunque luogo per importo notevole ed operò in forma relativamente selettiva: non incise sulle imprese a partecipazione statale, su quelle controllate dall'estero e infine su alcune grandi imprese nazionali.

Al cambiamento della situazione interna concorsero inoltre le misure di politica fiscale che, adottate nel frattempo, vennero ad operare in senso restrittivo sulla domanda e sulle prospettive di profitto. La riduzione degli impieghi e della posizione debitoria delle banche verso l'estero ebbe riflesso immediato sui pagamenti valutarî per importazioni ed in particolare su quelli anticipati. I dati doganali invece registrarono la contrazione in un secondo tempo, essendo continuati gli arrivi in dogana di merci regolate nei mesi precedenti.

Le misure di ordine fiscale e ancor più quelle di ordine monetario, nella loro azione intesa a ricostituire l'equilibrio fra domanda e offerta reale, dovettero necessariamente contenere oltre che l'incremento della domanda, anche quello dell'offerta laddove il meccanismo di ripartizione delle risorse era stato distorto dalle attese di prezzi crescenti.

Nel primo semestre del 1964, la sopraccennata tendenza al rallentamento delle importazioni secondo le statistiche valutarie si accentuò, sia per il progressivo affievolirsi della domanda interna, sia per il venir meno di elementi speculativi collegati al mantenimento della parità della lira, sia infine per il provvedimento che ridusse da 360 a 30 giorni il termine dei regolamenti per le importazioni di alcuni beni di consumo durevoli. La graduale riduzione dell'indebitamento delle banche italiane verso l'estero venne resa irreversibile mediante istruzioni formali alle banche, trasmesse nel corso del 1964: nel mese di gennaio si stabilì che la posizione debitoria in valuta e in lire verso l'estero non potesse superare l'importo minore fra quelli di fine novembre e di fine dicembre 1963, e nel mese di luglio si dispose che l'indebitamento netto dovesse essere contenuto entro l'importo minore fra quelli in essere al 15 e al 30 giugno 1964.

Il cambio a pronti e a termine della lira.

Un discorso a parte merita l'argomento dei cambi della lira, a pronti e a termine, nel periodo del disavanzo della bilancia dei pagamenti. All'inizio la media mensile delle quotazioni a pronti rispetto al dollaro fu pressochè stazionaria, come nella precedente fase di avanzo, intorno ad un livello di poco superiore al limite di massimo apprezzamento della lira fissato in 620,50. A partire dal secondo trimestre del 1963 il cambio del dollaro, depurato dalle variazioni di carattere stagionale, andò gradualmente aumentando fino a toccare in ottobre la punta massima dell'anno (622,48). Negli ultimi mesi del 1963 e all'inizio del 1964 le quotazioni del dollaro oscillarono intorno a quest'ultimo livello, per elevarsi intorno alla parità di 625 nel marzo, dopo la conclusione degli accordi finanziari di Washington.

L'ulteriore deprezzamento della lira fu quindi permesso proprio nel momento in cui si rafforzava la fiducia nel mantenimento della parità per effetto degli avvenuti accordi. Invero, i movimenti speculativi avevano indotto le autorità monetarie a non accettare modifiche del cambio della lira, sia pure entro i limiti di oscillazione concordati con il Fondo monetario internazionale, in quanto si ebbe il timore che una tale variazione avrebbe potuto essere interpretata, in fase di estrema tensione di bilancia dei pagamenti, come indice di mutate intenzioni circa il mantenimento della parità e quindi avrebbe potuto provocare una più accentuata speculazione.

Le contrattazioni della lira a termine diedero origine a forti tensioni di carattere speculativo nei mesi di ottobre e novembre 1963 e nella prima quindicina di marzo, quando lo sconto della lira toccò il livello del 7,5 per cento, nonostante gli interventi a sostegno effettuati dalle autorità monetarie italiane in misura pari a 255 milioni di dollari.

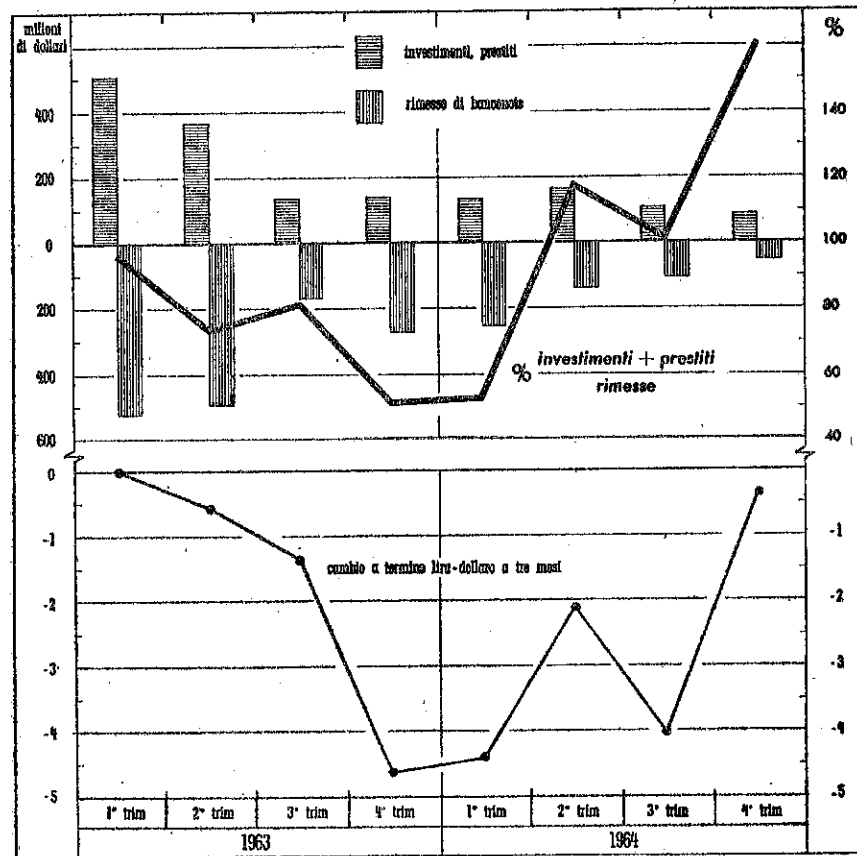
Le misure di politica monetaria e fiscale adottate dal paese, benchè avessero cominciato a produrre i loro effetti dando origine, come si è rilevato, ad un rallentamento nello sviluppo della domanda interna e delle importazioni nell'autunno del 1963, non furono considerate idonee, anche nelle più qualificate sedi internazionali, a ripristinare l'equilibrio dei pagamenti con l'estero. Al tempo stesso, forti correnti di opinione sostenevano che la soluzione a lungo andare avrebbe dovuto essere trovata nella svalutazione della lira. L'azione speculativa anzichè attenuarsi mostrò tendenza a rafforzarsi

e a diventare forza autonoma di rottura, capace cioè di generare per sé stessa l'evento scontato.

Le autorità monetarie ritennero quindi necessario operare in questa specifica direzione e stroncare ogni incertezza sul futuro della lira, addivenendo agli accordi di Washington con la Tesoreria degli

MOVIMENTI DI CAPITALI CON LA SVIZZERA
E ANDAMENTO DEL CAMBIO A TERMINE LIRA/DOLLARO

Fig. 2



Stati Uniti, la Riserva Federale e alcune banche centrali europee. Come è noto, il complesso delle facilitazioni a breve termine disponibili per la difesa del cambio della lira fu di 533 milioni di dollari, ai quali si aggiunsero quelle a medio termine per 450 milioni da parte della Export-Import Bank e della Commodity Credit Corporation.

La pressione sui cambi a termine della lira, registrata nel periodo di disavanzo della bilancia dei pagamenti, si collegò strettamente al deflusso di capitali verso l'estero effettuato attraverso le esportazioni di biglietti di banca italiani. Fra l'ottobre 1962 e il marzo 1964 le rimesse di banconote italiane dall'estero raggiunsero l'importo di 1.939 milioni di dollari, in dipendenza sia di operazioni fittizie di movimenti di capitali collegate a investimenti di residenti sotto nominativi esteri, sia di operazioni di effettivo trasferimento all'estero di capitali di residenti. Si può stimare che all'incirca il 35 per cento delle rimesse di banconote italiane dall'estero abbia avuto luogo in relazione a movimenti di capitali di quest'ultimo tipo. Data la natura speculativa di questi movimenti la percentuale ora indicata non fu costante nel tempo, ma mostrò tendenza ad essere positivamente correlata all'andamento dello sconto della lira a termine (fig. 2).

La più recente evoluzione dell'economia italiana.

L'inflazione originata da un aumento dei salari eccedente la produttività e dalla monetizzazione delle attività finanziarie, ebbe come conseguenza una diminuzione degli investimenti e dell'occupazione.

Affinchè sviluppo, occupazione, livelli retributivi si evolvano favorevolmente occorre porsi come obiettivo l'aumento della produttività; solo quest'ultimo ha valore assoluto, essendo valido per tutte le categorie di operatori. È esatto affermare che la stabilità della moneta per sé non è in grado di assicurare lo sviluppo e l'occupazione, ma è anche corretto sostenere che in un'economia aperta lo sviluppo e l'occupazione non possono realizzarsi senza una relativa stabilità monetaria. L'esperienza storica, di fatto, dimostra che coesistono elevato sviluppo, alta occupazione e stabilità della moneta soltanto quando sia soddisfatto un requisito di base, e cioè un elevato incremento della produttività.

Il rallentato sviluppo della domanda reale interna, manifestatosi anzitutto, sia in ordine di tempo che di importanza, nel settore dei beni di investimento e successivamente in quello dei beni di consumo, non operò che parzialmente sull'offerta reale interna, in quanto gli scambi di merci e servizi con l'estero segnarono un brusco rovesciamento di tendenza, con un crescente incremento delle esportazioni ed una flessione delle importazioni.

Nel quadro congiunturale ora esposto le esportazioni di merci e servizi aumentarono al tasso annuo del 18 per cento nel periodo aprile-dicembre 1964 e del 20 per cento nel 1965, mentre le importazioni negli stessi periodi segnarono una flessione del 18 per cento e un aumento del 2 per cento.

Questa evoluzione, essendosi associata ad una stabilità della domanda interna per consumi ed investimenti, fece sì che le risorse reali addizionali prodotte dal paese, in misura pari a circa il 3 per cento l'anno, fossero destinate interamente al miglioramento del saldo degli scambi di merci e servizi con l'estero, che passò così da un disavanzo di 986 milioni di dollari nel 1963, ad avanzi di 308 milioni nel 1964 e di 1.888 milioni nel 1965.

L'annullamento della posizione debitoria verso l'estero.

La situazione ora descritta trovò espressione in un incremento dei depositi più rapido di quello degli impieghi e in una espansione della liquidità sia del pubblico sia delle banche. Questa accresciuta liquidità a sua volta si associò ad un aumento del corso dei titoli a reddito fisso (che aveva raggiunto un minimo intorno alla metà del 1964) con conseguente abbassamento della struttura dei tassi d'interesse, nonostante le notevoli emissioni di titoli nel frattempo avvenute. Nello stesso periodo (aprile 1964 - dicembre 1965) le banche utilizzarono una parte delle loro eccedenze di liquidità per ridurre il proprio indebitamento a breve verso la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi (460 miliardi di lire) nonché per fare impieghi all'estero (770 miliardi di lire), soprattutto sul mercato dell'Euro-dollaro dove i tassi di interesse tendevano a inasprirsi in seguito alle note misure di restrizione introdotte negli Stati Uniti in materia di deflusso di capitali. Alla predetta riduzione dell'indebitamento delle aziende di credito concorse la eliminazione, avvenuta nel febbraio del 1965, dei depositi in dollari che l'Ufficio italiano dei cambi aveva presso le banche, per 86 miliardi di lire, e sostituiti con operazioni di cessione contro lire. L'eccedenza negli scambi di merci e servizi fu quindi neutralizzata nei confronti dell'estero, sotto il profilo dei flussi monetari, nella misura in cui diede origine ad una riduzione dell'indebitamento bancario netto verso l'estero. Nei confronti dell'Italia gli effetti di queste operazioni non furono perfettamente simmetrici, in quanto gli impieghi a vista in valuta sono considerati,

come si è detto, tra le componenti della liquidità nella misura in cui risultino eccedenti rispetto alle prescrizioni delle autorità monetarie.

Gli ultimi sviluppi della posizione in valuta delle banche.

In seguito alle indicate operazioni effettuate dalle aziende di credito durante la fase di eccedenza della bilancia dei pagamenti, si è raggiunta una posizione equilibrata in valuta nei confronti dell'estero verso la fine del 1965, cosicché è venuta a cadere l'opportunità di sostenere incondizionatamente il deflusso di attività bancarie verso l'estero mediante cessione di dollari a cambio garantito. Dal gennaio 1966 pertanto l'Ufficio italiano dei cambi compie operazioni del genere solo con aziende di credito ancora in posizione debitoria e alla condizione che i dollari così ottenuti vengano impiegati per pareggiare i conti con l'estero. Nel contempo si è anche disposto il consolidamento della raggiunta posizione di equilibrio delle aziende di credito verso l'estero, cosicché è venuta a cadere la possibilità per queste di utilizzare le attività a vista detenute all'estero non eccedenti la predetta posizione.

Essendo continuata durante il 1966 la fase di larga eccedenza della bilancia dei pagamenti ed essendo rimasto più elevato il livello dei tassi d'interesse all'estero che all'interno, le aziende di credito hanno utilizzato l'eccedenza di liquidità in lire per concludere sul mercato riporti contro dollari, nonostante la presenza di un premio della lira a termine sul dollaro. Queste operazioni non possono in ogni caso superare il già ricordato massimale per esse fissato. Recentemente hanno anche avuto luogo cessioni di dollari a cambio garantito, con versamento di un premio a favore dell'Ufficio italiano dei cambi; con quest'ultima misura si è consentito alle aziende di credito in posizione equilibrata di continuare ad approvvigionarsi di dollari per la concessione di finanziamenti alla clientela nazionale. Al riguardo è però da osservare che nel 1966 la consistenza dei finanziamenti in valuta alla clientela nazionale ha segnato una lieve riduzione, avendo i clienti preferito i finanziamenti in lire, meno onerosi.

L'andamento dei finanziamenti in valuta rispetto a quelli in lire non è soltanto collegato all'andamento dei tassi relativi, ma anche ad altri fattori, e soprattutto: a) alla diversa incidenza dei vincoli di cartello, meno rigidi e meno ampi per i finanziamenti in

valuta, essendo in questo caso gli accordi sul livello dei tassi stipulati soltanto tra le banche maggiori; b) al diverso trattamento fra depositi in lire e in valuta per quanto riflette le riserve obbligatorie, essendo i depositi in valuta esclusi dal computo.

Alla formazione della posizione attiva netta in valuta verso l'estero, pari a 580 milioni di dollari nell'ottobre 1966, hanno quindi concorso, da un lato le operazioni con l'Ufficio italiano dei cambi (cessioni di dollari a cambio garantito con o senza versamento di premio) e i riporti sul mercato, dall'altro la contrazione dei finanziamenti in valuta alla clientela.

Dato l'assetto della regolamentazione vigente, si è riscontrata nell'ultima parte del 1966 la tendenza, da parte delle aziende di credito aventi una posizione debitoria netta in valuta nei confronti dell'estero, a fare ricorso, per l'eventuale fabbisogno di valuta per i finanziamenti alla clientela nazionale, ad operazioni di cessione di lire contro valuta con le aziende di credito aventi un saldo positivo in valuta sull'estero, al fine di evitare l'esborso del premio a favore dell'Ufficio italiano dei cambi. A fine 1966 la posizione verso l'estero in valuta delle aziende di credito risultava attiva per 500 milioni di dollari. Accanto a questa posizione in valuta si registrava una posizione passiva in lire per il controvalore di 279 milioni di dollari, costituita da saldi di conti aperti al nome di non residenti per operazioni correnti e per movimenti di capitali, ivi compresi i riporti lire contro valuta sopra menzionati. La posizione in lire non viene conteggiata ai fini dell'equilibrio dei conti con l'estero presi in considerazione dalle autorità monetarie.

Conclusioni.

Le considerazioni svolte pongono in chiara evidenza che la regolamentazione delle possibilità di raccolta e d'impiego in valuta ha offerto alle autorità monetarie uno strumento di intervento in senso sia restrittivo che espansivo della liquidità interna.

In linea generale l'apertura di vasi comunicanti fra l'interno e l'estero è stata regolata dalla banca centrale in modo da rendere più elastico il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti del paese e quindi attenuare gli effetti delle iniezioni e degli assorbimenti di liquidità dovuti agli avanzi e ai disavanzi delle operazioni autonome con l'estero. Tuttavia nel periodo settembre 1963-marzo 1964, l'invito rivolto alle banche italiane dalle autorità mone-

tarie a rimborsare i finanziamenti esteri, avendo avuto luogo in fase di disavanzo di bilancia dei pagamenti, ha concorso ad accelerare e quindi a rendere più rigido il processo di aggiustamento.

Le autorità monetarie italiane hanno regolato i flussi di liquidità tra il mercato nazionale e i mercati esteri concedendo o revocando alle banche la facoltà di assumere una posizione debitoria netta verso l'estero. L'integrazione della raccolta nazionale con il ricorso a fonti estere ha permesso un'espansione del credito e ha pertanto avuto effetti analoghi a un allargamento dei margini di rifinanziamento concessi dalla banca centrale e a una riduzione delle riserve obbligatorie. Per contro, la contrazione dell'indebitamento verso l'estero imposta dalle autorità monetarie ha corrisposto a interventi restrittivi sui margini di rifinanziamento e a un aumento delle riserve obbligatorie. L'inserimento nel mercato monetario internazionale ha offerto alle banche possibilità alternative di impiego all'interno e all'estero senza creare problemi di specifiche riserve di liquidità, essendo possibile, tramite l'Ufficio italiano dei cambi, trasformare lire in dollari a cambio fisso e viceversa, sino alla concorrenza delle operazioni in dollari in essere. Sotto questo profilo i depositi a vista in valuta sono stati equiparati a riserve in lire nella misura in cui sono risultati eccedenti rispetto alle prescrizioni delle autorità monetarie italiane in materia di indebitamento netto verso l'estero; del pari i margini non utilizzati dei massimali fissati dall'Ufficio italiano dei cambi sono stati assimilati a riserve in valute disponibili.

L'esperienza italiana ha ancora una volta confermato che i finanziamenti bancari, quando siano utilizzati senza attuare le misure volte a ricostituire l'equilibrio di base della bilancia dei pagamenti, possono dare origine a movimenti di capitali speculativi che tendono ad aggravare la situazione.

In ogni caso i movimenti di capitali dovuti sia a differenze nei tassi di interesse, sia a motivi speculativi, limitano la discrezionalità delle autorità monetarie nel perseguire l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti sulla base di un determinato assetto della domanda e dell'offerta interna e secondo i tempi tecnici e le modalità ritenuti più opportuni. È tuttavia da osservare che le autorità monetarie possono influire in modo indiretto sui movimenti di capitale mediante interventi sui cambi a termine, ossia mediante operazioni che modifichino o annullino il premio o lo sconto del cambio a termine rispetto a quello a pronti e quindi alterino lo scarto fra i tassi di interesse all'interno e all'estero.

Un esempio di questo tipo si ha nell'esperienza italiana con le descritte operazioni di cessione, con patto di riscatto, di dollari contro lire dell'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito: in questo caso, non sussistendo rischio di cambio e quindi alcuna copertura a termine, lo spostamento di fondi e quindi la variazione della liquidità tende ad aver luogo soltanto sulla base dello scarto tra i tassi di interesse.

Se al riguardo si considera che gli Stati Uniti a loro volta assumono a proprio carico, per notevole importo, il rischio per la consegna di lire a termine a cambio garantito da parte dell'Ufficio italiano dei cambi, si può osservare che il complesso delle operazioni descritte sostanzialmente ha concorso ad ampliare le dimensioni del mercato dell'Euro-dollaro e quindi a favorire la funzione del dollaro come strumento di operazioni finanziarie internazionali. A ben guardare, nella misura in cui opera il mercato dell'Euro-dollaro si ha una alimentazione della liquidità internazionale, tramite le aziende di credito, che concorre ad estendere l'intermediazione fra la domanda di attività finanziarie a lungo e a medio termine dei risparmiatori degli Stati Uniti e la domanda di attività finanziarie a breve dei risparmiatori del resto del mondo, soprattutto europei. Lo scambio di queste attività finanziarie concorre, al pari di quello dei beni e servizi, allo sviluppo ottimale della produzione mondiale, stimolando in particolare gli investimenti nei paesi che manifestano più spiccate preferenze per il risparmio in forma liquida.

Gli interventi sul mercato dei cambi a termine possono non essere conformi o adeguati alle esigenze che occorre soddisfare per realizzare l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti, in modo da non sacrificare l'occupazione interna e nel contempo non ledere gli interessi altrui. Ne segue che non si possono escludere a priori schemi che prevedano il ricorso a controlli diretti dei movimenti di capitali a breve. Al riguardo è da osservare, per quanto concerne l'Italia, che anche quando le banche sono state autorizzate a tenere una tesoreria in valute estere (novembre 1959), così come quando è stato soppresso il divieto di mantenere un saldo passivo in valuta verso l'estero (ottobre 1962), le autorità monetarie non hanno inteso privarsi del controllo di questo settore, ma semplicemente accordare una liberalizzazione condizionata alle esigenze di liquidità secondo le direttive fissate dalle autorità stesse.

L'adozione di questo strumento di controllo della liquidità ha d'altra parte agevolato il perseguimento di altri obiettivi collaterali,

ed in particolare quello inteso a contribuire alla soluzione dei problemi connessi con il finanziamento degli scambi internazionali, nonché quello destinato a moderare le oscillazioni cicliche dei tassi d'interesse interni, volta a volta provocando l'afflusso o il deflusso di crediti bancari, nel rispetto dei legami di lungo periodo fra tassi all'interno e all'estero.

In Italia la politica monetaria ha potuto operare efficacemente sull'andamento del ciclo economico, specialmente nella fase espansiva, ma naturalmente non ha potuto da sola realizzarne il controllo. In un'economia aperta, gli obiettivi dell'occupazione e dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti possono essere conciliati soltanto con una effettiva politica dei redditi, ammesso che sia possibile realizzarla, e un'efficiente politica finanziaria. La banca centrale collabora al pieno raggiungimento degli obiettivi indicati fino a che non entri in gioco la parità della moneta, ossia fino a che non siano superati i limiti delle finalità istituzionali che la stessa autorità statale le ha assegnato in modo specifico.

FRANCESCO MASERA