

# Ancora su la congiuntura e la politica monetaria italiana

## 1. Considerazioni preliminari.

Lo studio di F. Modigliani e G. La Malfa, comparso su questa rivista (1), è un tentativo di esame critico della nota interpretazione che il governatore della Banca d'Italia ha dato degli eventi congiunturali e monetari degli ultimi anni. Lo studio non poteva passare inosservato, non tanto per le critiche e per l'analisi retrospettiva che esso contiene, quanto per ciò che vi è di implicito circa le prospettive future della politica monetaria.

Scopo del presente articolo non è tanto quello di dare una diversa interpretazione dei fatti, quanto piuttosto di mettere in evidenza le perplessità sollevate da certe affermazioni e da un certo tipo di analisi dei due AA., che non sembrano soddisfacenti, nè dal punto di vista dell'aderenza alla realtà economica italiana, nè da quello dell'impostazione teorica dei fenomeni monetari.

L'esame che i due AA. hanno compiuto si accentra su due tipi diversi di dissenso, di cui il primo, in ordine di esposizione, riguarda l'analisi delle cause della recessione ed il secondo il meccanismo attraverso il quale si è sviluppato il processo inflazionistico. La distinzione ha la sua importanza, se si tiene conto che lo studio si occupa prevalentemente del secondo aspetto, mentre il primo è esaminato brevemente, benchè, a nostro avviso, dal punto di vista della politica monetaria, avrebbe meritato una analisi ben più ampia. Per quanto concerne le cause della recessione il punto di vista dei due AA. è in completa antitesi con quello contenuto nelle relazioni della Banca d'Italia, mentre circa la causa dell'inflazione il dissenso, come

---

(1) F. MODIGLIANI e G. LA MALFA: *Su alcuni aspetti della congiuntura e della politica monetaria italiana nell'ultimo quinquennio*, in « Moneta e Credito ». Vol. XIX, n. 75, 3° trimestre 1966.

diremo più avanti, non investe la posizione di fondo, ma i modi attraverso i quali detta causa ha operato.

Ad evitare inutili ripetizioni e richiami, la nostra esposizione seguirà l'ordine cronologico dei fatti; esamineremo quindi prima gli aspetti e i nessi causali attraverso i quali si è determinata l'inflazione, per passare poi all'esame dei fenomeni della recessione.

Il tipo di esame critico che i nostri AA. ci offrono si svolge a un notevole livello di astrazione, ma, dichiaratamente, in base a premesse che si vogliono ricavate dall'esperienza. Una difficoltà che, almeno noi, abbiamo trovato nella lettura dello studio è costituita proprio da questo innesto di certi ragionamenti teorici su tali premesse, per cui non sempre riesce facile distinguere quanta parte delle argomentazioni è frutto di constatazione dei fatti e quanta parte è ricavata unicamente da deduzioni da premesse e ipotesi puramente teoriche. Certamente, un maggior ricorso alla documentazione statistica avrebbe giovato all'economia dell'analisi, mentre, se si escludono gli elementi riportati a riprova della poco felice scelta dei periodi di confronto fatta dal governatore della Banca d'Italia per dimostrare che la contrazione degli affari nel corso della recessione non è stata provocata dalle restrizioni del credito, nessun elemento originale è portato a sostegno delle tesi più impegnative proposte in merito alle cause dell'inflazione. Di conseguenza, per quanto riguarda queste ultime, le differenze di opinione non risultano e non potevano risultare da un diverso esame, dalla ricerca di elementi nuovi, da accostamenti di variabili non considerate, ma consistono in una diversa valutazione del *modus operandi* dei meccanismi attraverso i quali si sono determinati gli squilibri monetari.

Nelle conclusioni dello studio in esame, di tale identità di opinione circa la causa originaria dell'inflazione i nostri AA. danno pienamente atto, affermando che « le due analisi concordano nell'attribuire l'origine delle presenti difficoltà ad un'iniziale spinta salariale nel biennio 1961-62, non compensata dall'aumento della produttività; da questo comune punto di partenza, esse tuttavia procedono in direzioni diverse ». E, sintetizzando i punti di divergenza, concludono che « secondo la Banca, le conseguenze negative degli aumenti salariali sono da individuare nella redistribuzione del reddito a favore del lavoro dipendente e nel conseguente aumento della propensione media al consumo; quest'ultimo da un lato determina una flessione degli investimenti e, perciò, dell'occupazione e dall'altro stimola fortemente la domanda di beni di consumo e tende,

quindi, a creare un disavanzo nella bilancia dei pagamenti »; « secondo la nostra analisi, invece — essi dicono — gli effetti sfavorevoli della spinta salariale si estrinsecano inevitabilmente in una lievitazione dei prezzi dovuta all'aumento dei costi unitari. Il successivo comportamento dei prezzi e dei salari dipende dall'andamento della domanda globale, del reddito nazionale e dell'occupazione, mentre gli eventuali effetti derivanti dalla composizione della domanda globale sono secondari e di direzione incerta ».

Si può quindi affermare, date queste ammissioni, che la premessa essenziale dell'interpretazione degli eventi congiunturali degli anni 1961-1965 è identica sia nella spiegazione del Carli che in quella dei nostri due AA., in quanto per entrambi l'inflazione che ha colpito il sistema ha un'origine *esclusiva* nell'aumento dei costi, in conseguenza di un eccesso di domanda di redditi rispetto all'aumento della produttività.

A chi scrive non sembra però che fino ad oggi sia stata data una dimostrazione sufficientemente persuasiva del fatto che all'origine del processo vi sia stata un'inflazione riconducibile esclusivamente all'aumento dei costi, ossia che all'inflazione sia stato estraneo anche un eccesso di domanda di beni.

Singolare, nell'analisi che i due AA. hanno compiuto, è la mancanza di una certa problematica che pur non poteva essere ignorata. Veniva spontaneo infatti il chiedersi per quali ragioni il governatore della Banca d'Italia, al quale di certo non mancano gli elementi di informazione, abbia fatto ricorso a un certo tipo di spiegazione piuttosto che a quello assai più semplice, e, diciamo pure, da manuale, al quale hanno rivolto la loro attenzione il Modigliani e il La Malfa. In un regime di mercato nel quale i prezzi di non pochi generi si assumono come amministrati, l'inflazione dei prezzi provocata dagli aumenti dei costi, con tutti i riflessi che ciò comporta, costituisce la spiegazione più elementare; l'esser ricorsi, come ha fatto il governatore della Banca d'Italia, ad un meccanismo molto più complicato, come quello della trasformazione delle curve di distribuzione del reddito, in guisa tale da implicare un aumento nella propensione al consumo, una riduzione dei profitti d'impresa e una caduta verticale dell'investimento, non può certamente attribuirsi ad un semplice desiderio di... offrire una spiegazione più complicata. V'è piuttosto da ritenere che il Carli, in considerazione di certi elementi di fatto incontrovertibili, abbia ripiegato su una spiegazione nella quale alla *causa prima* « inflazione da costi » si potesse inserire una

*causa seconda*, connessa a un eccesso di domanda di beni, tenendo tuttavia ferma la prima come l'asse sul quale impernare una certa politica di assestamento monetario.

A parte però questa questione, che non sembra del tutto secondaria, riteniamo che sul fondo della questione ci siano non poche cose da dire.

Sui *tests* idonei a mettere in evidenza le origini delle inflazioni negli ultimi anni è stato scritto molto e non staremo qui a ripetere ciò che, ben più autorevolmente, è stato detto dal Samuelson e Solow (2), dal Pichford (3), dallo Hagger (4), e da altri; ma non ci sembra che si possano passare sotto silenzio alcuni dati del tutto particolari che caratterizzano la situazione italiana. Indubbiamente in tutte le inflazioni si possono individuare elementi comuni e, ragionando in astratto, può convenire una tipicizzazione delle diverse forme che essa può assumere risalendo alle diverse cause. Si può così ragionare in termini di inflazione da costi, di inflazione da domanda, o di inflazione mista, a patto, però, di tener ben presenti i gradi di astrazione ai quali si ricorre trascurando tutti gli elementi di perturbazione che operano nel mondo reale.

In particolare, nel caso dell'Italia, una questione che non sembra indifferente agli effetti dei giudizi che possiamo dare sul decorso degli eventi monetari degli ultimi anni riguarda la base di riferimento dalla quale partire nell'esame della dinamica delle diverse variabili. Il semplice confronto tra le variazioni intervenute fra un anno e quello successivo nella produttività, nei prezzi, nei salari, ecc. non ha sempre un gran significato, perchè, come già osservavano il Samuelson e il Solow, quando determinati fenomeni sono soggetti a continue variazioni, le aggregazioni possono facilmente falsare le apparenti relazioni temporali. L'anno iniziale delle serie che si prende in considerazione ha una grande importanza in un paese, come il nostro, nel quale gli elementi di instabilità congiunturale si associano a trasformazioni strutturali di non trascurabile entità. In tali condizioni è difficile stabilire se veramente l'anno iniziale possa considerarsi come un anno di equilibrio. In un sistema economico

(2) SAMUELSON e R. M. SOLOW: *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*, in « The American Economic Review - Papers and Proceedings », maggio 1960.

(3) J. D. PICHFORD: *The Inflationary Effects of Excess Demand for Goods and Excessive Real Income Claims*, in « Oxford Economic Papers », febbraio 1961.

(4) A. HAGGER: *Inflation Types*, in « Economia Internazionale », maggio 1963.

altamente sviluppato questo problema può anche non esistere, ma in un sistema che si è sviluppato in un regime di non piena occupazione è necessario tener ben presenti le condizioni di partenza. La precauzione minima da adottare, per tener conto degli elementi di instabilità, è di estendere sempre i confronti temporali a cicli il più possibile completi, in modo da comprendere le fluttuazioni dei prezzi, dei salari, della produttività, ecc. in un periodo sufficientemente ampio da mettere in luce i ritardi e gli anticipi che si sono venuti via via determinando.

Contrariamente a quanto si sostiene spesso, i *lags* non sempre rispondono a periodi fissi, anche quando ci sono ragioni evidenti che dovrebbero far pensare all'esistenza di sfasamenti costanti. Dove, ad esempio, esistono, come da noi, meccanismi di « scala mobile », l'adeguamento dei salari al costo della vita ha luogo con un ritardo di qualche mese; ma gli adeguamenti dei salari alle variazioni della produttività, che hanno luogo solo in sede di contrattazione collettiva, si hanno soltanto alla scadenza dei contratti e cioè a distanza di due anni per ciascuna categoria, o all'atto della denuncia dei patti e spesso anche con inevitabili ritardi connessi alle non sempre facili contrattazioni.

Ma è poi vero che tali adeguamenti hanno luogo alla scadenza dei contratti? Ciò dipende dal potere contrattuale delle singole categorie in quel momento. Infatti l'adeguamento dei salari alla produttività può risultare contenuto da altri elementi di perturbazione in un sistema economico nel quale si sia lontani dal pieno impiego. L'esistenza di fattori non utilizzati, e specialmente di manodopera disoccupata, ostacola l'adeguamento dei tassi salariali agli incrementi della produttività nella misura in cui i salari di fatto risentono dell'offerta in eccesso di lavoro. È chiaro che i mancati adeguamenti dei livelli salariali alla produttività, per effetto di una causa del genere, provocano squilibri eccezionali nel momento stesso in cui si determina nello stesso ambiente una rarefazione nell'offerta di lavoro. In altri termini, in un sistema economico, che per lungo tempo ha sofferto di un non trascurabile livello di sottoccupazione, il raggiungimento improvviso del pieno impiego può determinare un fenomeno cumulativo per il quale l'eccesso di richieste di reddito reale è determinato dai mancati adeguamenti passati delle retribuzioni alle variazioni della produttività, in aggiunta alle conseguenze della rarefazione dell'offerta di lavoro.

Molto è stato scritto sulle relazioni fra le variazioni dei salari e le variazioni dell'occupazione, e non è certo il caso di soffermarsi qui sulle questioni che sono già state ampiamente trattate nei noti lavori del Philips, del Dicks-Mireaux, del Paish, ecc. (5); ma se è vero che « non esiste una regola valida generale, che indichi quale sia l'eventuale aumento dei salari e dei prezzi che si possa plausibilmente riferire ad un aumento specifico della domanda di manodopera, oppure che indichi quale parte della disoccupazione — se esiste — possa essere verosimilmente posta in relazione con un particolare aumento dei salari » (6), non può porsi in dubbio che il concorso delle cause, cioè di un passaggio dallo stato di sottoccupazione alla piena occupazione e di salari contenuti per un periodo più o meno lungo, in presenza di aumenti di produttività, può determinare sviluppi sul piano monetario di natura esplosiva.

È da ritenere che in Italia fenomeni di questo genere non siano stati assenti e che su questo argomento ci sia ancora qualche cosa da dire.

Se, come osservavamo, i tempi di adeguamento dei salari alle variazioni della produttività sono di non facile individuazione, un discorso non dissimile vale anche per le relazioni fra salari e prezzi al consumo. Infatti i prezzi possono aumentare prima dei salari, perchè si scontano aumenti salariali futuri, e dal confronto fra le variazioni si potrebbe esser indotti a ritenere che l'inflazione è da domanda; d'altra parte, i salari possono aumentare per un aumento della produttività ed i prezzi possono crescere di conseguenza, per cui può sembrare che l'inflazione derivi da aumenti dei costi, mentre in realtà l'aumento di questi ultimi dipende dal fatto che, in regime di prezzi amministrati, si considera aumento di costo ciò che per un periodo più o meno lungo non è stato distribuito ai fattori, perchè non si vuol più rinunciare ad un certo *standard* di profitti raggiunti.

(5) A. W. PHILIPS: *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*, in « *Economica* », novembre 1958; L. A. DICKS-MIREAUX: *The Interrelationship between Cost and Prices Changes, 1946-1959*, in « *Oxford Economic Papers* », ottobre 1961; F. W. PAISH: *I limiti di una politica dei redditi*, nel volume *La politica dei redditi*, Roma, 1966, tradotto da « *Hobart Paper* », n. 29, The Institute of Economic Affairs, ottobre 1964.

(6) *Money and Credit, their Influence on Jobs, Prices and Growth*, in « *The Report of the Commission on Money and Credit* », New York, 1962, trad. it. nella Collana della Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano, 1964, p. 61.

## 2. Produttività, salari e prezzi in Italia dal 1958 al 1963.

Con i dati che esamineremo non intendiamo dare la dimostrazione di una determinata tesi, ma soltanto mettere in evidenza la scarsa attendibilità delle spiegazioni che si fondano su una sola causa, escludendo tutte le altre.

Cercheremo quindi in primo luogo di precisare se e in quale misura, nel periodo che qui interessa, si sono verificati sfasamenti di una certa ampiezza fra le variazioni della produttività e dei salari. Per chi considera tali variazioni per un solo anno il problema non sorge, e tutto il ragionamento si riduce al solito *cum hoc ergo propter hoc*: poichè i salari nel 1962 sono aumentati più della produttività, se un'inflazione si è verificata, questa non può essere dipesa che dagli aumenti dei costi.

Dai dati che ora prenderemo in esame appare invece che, considerando un periodo sufficientemente significativo, non si può parlare di simultaneità fra le variazioni della produttività e le variazioni delle retribuzioni. Prima però di scendere all'esame dei dati, si rendono necessari alcuni chiarimenti. Non è questo il luogo per addentrarsi nelle complesse questioni connesse con le misure delle variazioni della produttività e delle variazioni dei salari. All'argomento è stato dedicato uno studio piuttosto ampio, con particolare riguardo alla situazione italiana negli anni 1951-1963 (7). I risultati di tale studio sono sufficientemente noti; basterà quindi richiamarsi soltanto ad una delle conclusioni sulla relazione fra produttività globale e salari medi reali nel settore dell'industria, che è ciò che qui interessa particolarmente.

Dal confronto dei dati il Prof. De Meo poteva infatti concludere che, per il periodo considerato, deflazionando i salari con un indice dei prezzi al consumo (« dal punto di vista dei percettori di reddito... il confronto produttività-salari sembra logicamente doversi fare considerando i salari in termini di beni e servizi acquisibili dai lavoratori con le retribuzioni percepite ») « per l'industria... l'indice dei salari medi reali è quasi sempre inferiore a quello della produttività » (8). Indubbiamente il risultato ottenuto studiando la relazione fra produttività globale e retribuzioni in termini reali è significativo e, per

(7) G. DE MEO: *Produttività e distribuzione del reddito in Italia nel periodo 1951-63*, in « *Annali di Statistica* », Serie VIII, Vol. 15, Roma, 1965.

(8) *Ibidem*, pp. 128 e 131.

quanto ci consti, non ha sollevato discussioni di qualche risonanza, anche se ad esso non è stata prestata l'attenzione che meritava. Nell'indagine che ci accingiamo a fare, però, date le diverse finalità che ci proponiamo, ricorreremo ad elementi alquanto diversi da quelli usati dal De Meo.

Giustamente, questo A. ha ritenuto di dover studiare le variazioni delle retribuzioni del lavoro dipendente in base al totale delle « retribuzioni in denaro e in natura » elaborate dall'Istat, e di procedere al confronto di tali retribuzioni *pro-capite*, in termini reali, con la produttività globale, poichè egli si proponeva un esame dei redditi da lavoro in termini reali, eliminando da un lato le variazioni intervenute per effetto delle variazioni dei prezzi al consumo e dall'altro tenendo conto del totale del reddito distribuito al fattore lavoro. Per i suoi scopi, infatti, le variazioni dei salari non avrebbero potuto essere misurate « considerando gli indici dei salari minimi contrattuali elaborati dall'Istat, sia perchè essi non coprono tutti i rami di attività del sistema economico italiano, per modo che non è possibile calcolare un indice complessivo, sia, soprattutto, perchè i salari di fatto corrisposti ai lavoratori sono in generale più alti, talora di parecchio, rispetto ai minimi contrattuali » (9). Poichè a noi interessano qui prevalentemente le variazioni dei salari nel settore industriale, il primo motivo addotto dal De Meo non ha importanza; per quanto concerne il secondo abbiamo ragione di ritenere che, ai nostri fini, le variazioni delle retribuzioni contrattuali abbiano un significato particolare che non può essere trascurato. Le variazioni dei salari di fatto sono infatti soggette a influenze che esulano completamente dal potere contrattuale delle singole categorie e che sono connesse da un lato con lo stesso progresso tecnico, che richiede in maggior misura l'impiego di lavoro sempre più specializzato, e dall'altro lato con condizioni particolari del mercato del lavoro più legate a posizioni soggettive che a condizioni oggettive. A nostro modo di vedere, le variazioni delle retribuzioni minime contrattuali, compresi gli assegni familiari, hanno quindi un più preciso significato dal punto di vista delle tensioni che si determinano sul mercato del lavoro e delle « richieste di reddito » da parte del lavoro dipendente. Gli squilibri fra salari contrattuali e salari di fatto che si possono determinare, e che effettivamente si sono determinati in un certo momento in Italia, hanno cause che non possono essere ricon-

(9) G. DE MEIO: *Produttività...*, op. cit., nota a p. 128.

dotte alle variazioni della produttività e sulle quali avremo occasione di fermare l'attenzione.

Altra questione sulla quale dobbiamo brevemente soffermarci è quella che riguarda il confronto fra le variazioni della produttività, calcolata con il rapporto reddito in termini reali/numero dei lavoratori dipendenti, e le variazioni dei salari contrattuali in termini monetari. È evidente che soltanto dal confronto con queste ultime variazioni può risultare se le variazioni dei salari monetari subiscono o non subiscono l'influenza delle variazioni della produttività; ed è altrettanto evidente che, se nel contempo si verificano variazioni del costo della vita o dei prezzi al consumo, le variazioni dei salari reali sono connesse agli effetti sia delle variazioni della produttività sia delle variazioni dei prezzi.

Nella tabella 1 diamo le variazioni della produttività, dei salari e dei prezzi al consumo.

Tab. 1

PRODUTTIVITA' E SALARI NELL'INDUSTRIA E PREZZI AL CONSUMO

Variabili	Variazione % rispetto all'anno precedente					Variazione % fra il 1958 e il 1963
	1959	1960	1961	1962	1963	
1. Prodotto per unità di lavoro . . . . .	+8,1	+11,6	+5,9	+7,1	+4,8	+40,3
2. Salari contrattuali . . .	+1,6	+3,1	+3,8	+8,1	+10,7	+30,2
3. Prezzi al consumo . . .	-0,5	+2,3	+2,1	+4,7	+7,5	+25,8

Dai dati della tabella 1 appare evidente la mancanza di simultaneità fra le variazioni della produttività e le variazioni delle retribuzioni contrattuali nell'industria. L'aumento massimo della produttività si è avuto nel 1960, l'aumento minimo nel 1963, mentre per i salari contrattuali il minimo cade nel 1959 ed il massimo nel 1963. Il meno che si possa dire è che lo sfasamento fra l'una e l'altra serie, se non altro per il periodo considerato, è di tre anni. Se però si considera il quinquennio nel suo complesso si trova che di fronte ad un aumento di produttività del 40,3%, i salari minimi contrattuali sono aumentati del 30,2%. Quale significato attribuire a questi dati? Dal loro esame non ci sembra possa scaturire, *sic et simpliciter*, la conclusione che l'inflazione degli anni '63-'64 non sia

stata determinata dagli aumenti dei costi connessi agli aumenti salariali, ma nemmeno può escludersi che l'eccesso di domanda di redditi, determinatosi negli anni 1962-1963, non sia stato dovuto ad una variazione compensativa degli aumenti della produttività avutasi negli anni 1959-1960. Se ciò fosse vero, cadrebbe l'ipotesi, sulla quale in sostanza si impernia la tesi dell'inflazione da costi, della caduta dei profitti in conseguenza degli aumenti dei costi, perchè certamente una contrazione dei profitti si sarebbe avuta fra il '61 ed il '62, nonchè fra il '62 ed il '63, ma tale riduzione avrebbe giocato su profitti che si erano dilatati nel periodo in cui ad aumenti di produttività non avevano corrisposto aumenti adeguati dei salari.

Se rivolgiamo ora lo sguardo alle variazioni dei salari e alle variazioni dei prezzi al consumo troviamo una concordanza quasi precisa. Alle variazioni dei prezzi corrispondono variazioni dei salari nominali, con la particolarità che le variazioni di questi ultimi sono un po' più forti delle variazioni dei primi. Nei cinque anni infatti i salari aumentano del 30,2% ed i prezzi al consumo del 25,8%. Il divario non è molto forte e si spiega con gli aumenti di produttività che si sono avuti nello stesso periodo di tempo e di fronte ai quali nessuno poteva immaginare che i salari reali sarebbero rimasti invariati.

Certo, un'analisi compiuta su elementi aggregati come la produttività e i salari di un intero ramo di attività economica, nel nostro caso dell'industria, può fornire soltanto un orientamento d'ordine generale, per cui non può escludersi che per alcune industrie si possano essere determinati squilibri tali fra variazioni salariali e variazioni della produttività da rendere addirittura antieconomiche determinate attività che, anche per effetto della concorrenza internazionale, non sono in condizioni di far gravare sui prezzi gli aumenti dei costi di manodopera.

Pur non dando, come si è avvertito, alcun valore probatorio agli elementi e alle considerazioni suesposte, ci sembra difficile non convenire che sussistono seri dubbi sull'esistenza per le vicende monetarie degli anni 1962-1963 di una sola causa: l'aumento dei costi. Sembra molto più plausibile ritenere che si sia stati in presenza di un'inflazione mista da costi e da domanda, nel senso che a questo termine dà il Pichford, e cioè di un eccesso, da un lato, di domanda di redditi e di un eccesso, dall'altro lato, di domanda di beni e di servizi.

Se però si ammette che l'inflazione ha avuto origine anche per un eccesso di domanda di beni, cade la premessa sulla quale fondano la loro interpretazione tanto il Carli quanto i nostri AA.

Rimangono da spiegare, e la cosa ci sembra importante, le cause per le quali soltanto nel 1962 si sono determinati gli aumenti dei salari contrattuali, mentre prima, di fronte ad aumenti consistenti della produttività, gli aumenti salariali erano stati molto contenuti.

Purtroppo gli elementi che abbiamo a disposizione non sono nè molti nè decisivi; comunque ci sembra siano un sintomo sufficiente del clima che si era venuto determinando sul finire del boom del biennio 1961-1962. Già in altra occasione (10) abbiamo fatto ricorso ai dati pubblicati dal Ministero del Lavoro sui tassi di rotazione secondo la causa degli esodi dai luoghi di lavoro, per dimostrare le tensioni che si erano venute determinando sul mercato del lavoro. Si tratta di dati che provengono da una rilevazione parziale sul settore industriale, ma il loro comportamento ci sembra quanto mai significativo.

TAB. 2

TASSI MEDI MENSILI DI ESODO PER LICENZIAMENTO  
E PER DIMISSIONI PER 1.000 OPERAI

C a u s a	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
1. Licenziamento . . . . .	13,310	12,274	11,155	10,434	9,846	8,919	10,386
2. Dimissioni . . . . .	4,492	5,451	8,310	11,994	12,480	13,384	10,654

L'andamento dei tassi medi nel corso del periodo 1958-1964 (tabella 2) pone in luce una contrograduazione fra gli esodi per licenziamento e gli esodi volontari: in tutti i primi sei anni (escluso il 1964) appare chiara la tendenza all'aumento dei tassi per dimissioni e la diminuzione dei licenziamenti. Ma mentre gli esodi per licenziamento diminuiscono in misura non accessiva, i tassi per

(10) *Problemi del lavoro e stabilità monetaria*, in « Corrispondenza Socialista », febbraio 1966. Si veda anche al riguardo, in « Rassegna di Statistiche del Lavoro », nn. 1-2 e 3-4, 1966, i due articoli di M. PAGANI: *I tassi di rotazione della manodopera ed il loro significato ai fini della dinamica del lavoro* e *La rotazione della manodopera occupata nell'industria, secondo le rilevazioni del Ministero del Lavoro*.

esodo volontario si triplicano fra il 1958 ed il 1963. L'abbandono volontario dei luoghi di lavoro era fino al 1959 un fenomeno piuttosto eccezionale, il che si spiega con l'esistenza di un numero elevato di disoccupati e con la difficoltà che si incontrava a trovare nuove occupazioni. Nel 1961 il fenomeno diventa tutt'altro che trascurabile e denuncia l'esistenza di difficoltà a coprire i posti di lavoro, cioè uno squilibrio fra domanda ed offerta di lavoro, e una notevole facilità per i singoli lavoratori di trovare una nuova occupazione a condizioni salariali migliori. Già quindi nel 1961 la posizione soggettiva dei singoli lavoratori migliora sensibilmente, e non v'è dubbio che le retribuzioni di fatto migliorano rispetto ai salari minimi contrattuali.

Sul piano contrattuale si spiega facilmente che soltanto nel 1962 i salari prendano l'avvio all'aumento, dopo cioè che per l'eccesso della domanda sull'offerta di lavoro i salari di fatto erano già aumentati. Si spiega anche però, ed è questo l'aspetto più importante, la ragione per la quale negli anni 1959-1961, nei quali l'aumento della produttività è stato maggiore, i salari minimi contrattuali aumentano di poco, mentre negli anni seguenti l'aumento si fa sempre più forte. In altri termini, dai nostri dati emerge che dal 1962 in poi, venuta meno la causa che aveva contenuto gli aumenti salariali in relazione agli aumenti della produttività, le retribuzioni contrattuali tendono ad adeguarsi alla nuova situazione del mercato del lavoro, cercando di recuperare sul piano della distribuzione del reddito gli aumenti di produttività passati.

Un discorso a parte meriterebbe l'analisi della produttività marginale per unità lavorativa dal 1962 in poi nel settore dell'industria; questa, dal 1960 al 1963, ha visto aumentare il numero dei dipendenti di 598 mila unità, pari all'8,1%, e non sembra dubbio che la contrazione della produttività media dopo il 1960 sia stata determinata in buona parte da una produttività marginale decrescente in misura non trascurabile. Ma non è il caso di entrare qui nel merito di questa questione che, tuttavia, non riteniamo possa essere trascurata in una seria analisi dei fenomeni che hanno causato l'inflazione (11).

(11) Ragioni di spazio, nonché l'assoluta mancanza di dati precisi, non ci consentono di trattare adeguatamente il problema della relazione fra la contrazione dell'autofinanziamento e la riduzione degli investimenti dopo il 1963. Ci preme però qui rilevare che, l'attribuire la diminuzione dei profitti non distribuiti al solo aumento del costo del lavoro, significa trascurare

Ci sia ancora consentito di rilevare, circa i tassi di esodo volontario, un aspetto del fenomeno che è molto interessante, anche se si connette più col periodo della recessione che non col periodo dello squilibrio monetario. Nella tabella 2 abbiamo fornito i dati medi mensili per i diversi anni; orbene, si constata che i tassi aumentano, operando il confronto con lo stesso mese dell'anno precedente, fino al settembre del 1963, mentre dall'ottobre seguente tendono a diminuire in misura sempre più forte fino a ridursi negli ultimi tre mesi del 1964 a livelli inferiori a quelli degli ultimi tre mesi del 1959. Questo comportamento dei tassi di esodo volontario denota un alto grado di significatività congiunturale del fenomeno, ed è molto sintomatico che proprio nell'ottobre del 1963 si sia determinata la flessione.

Volendo trarre dagli elementi esposti una conclusione, ci sembra si possa dire che la premessa dalla quale è partito il Carli e dalla quale partono i nostri AA. non può darsi per dimostrata, e anzi appare più probabile, come si vedrà in seguito, che l'inflazione sia stata causata dal concorso di un eccesso di domanda di redditi accompagnato da un eccesso di domanda di beni, e non dal solo aumento dei costi. Poichè però nella spiegazione del Carli l'eccesso di domanda di beni entra in questione sotto il profilo di un aumento della propensione al consumo, nella sua versione la premessa dell'inflazione da costi risulta attenuata nel tentativo di conciliare alcuni elementi di fatto con la premessa dalla quale egli parte.

che nell'ultimo periodo della congiuntura favorevole si è avuta una produttività marginale decrescente come conseguenza, sia di uno sviluppo delle aziende non sempre sufficientemente controllato, che del deterioramento della combinazione dei fattori produttivi, della tendenza a sopperire a deficienze di impianti con aumenti di manodopera, e dell'impiego di lavoro insufficientemente qualificato.

Trascurare queste cause, che hanno determinato certamente aumenti di costi, significherebbe rendere del tutto inspiegabile il processo attraverso il quale, già nel corso del 1965 ed ancora più nel 1966, si sono raggiunti quei nuovi assetti che in buona parte hanno portato al riequilibrio dei costi e dei ricavi aziendali.

La contrazione ed in parte la scomparsa dell'autofinanziamento nel corso della congiuntura sfavorevole non ha probabilmente aggravato la situazione dell'indebitamento delle imprese, perchè, come si dirà nel par. 6, il fenomeno dell'indebitamento ha natura cronica e normalmente tende ad aumentare di più nei periodi di espansione che nei periodi di congiuntura sfavorevole quando gli ammortamenti non trovano un immediato investimento e vengono destinati provvisoriamente a ridurre i debiti di esercizio e patrimoniali.

### 3. I modelli per un'economia chiusa.

I due modelli che gli AA. presentano, escludendo in un primo momento la componente esterna — modelli, dei quali uno è ricavato ricostruendo il processo logico dell'interpretazione contenuta nelle Relazioni della Banca d'Italia e l'altro è da essi proposto — hanno una impostazione tipicamente congiunturale. Nella loro analisi le profonde modificazioni di natura strutturale intervenute dopo il 1951 e specialmente fra il 1959 ed il 1963 non trovano posto. Fin dal 1951 avevamo sostenuto che per comprendere le alterne vicende di allora e quelle che si sarebbero determinate in seguito non si poteva, e non si sarebbe potuto, prescindere dalla circostanza che la struttura economico-sociale del paese presentava caratteri marcati di instabilità. Osservavamo fin da allora che « il reddito reale italiano potrà aumentare anche considerevolmente, ma perchè a tale aumento corrisponda un aumento proporzionale dell'occupazione è necessario che si elevi progressivamente la proporzione attuale dei lavoratori dipendenti sulla popolazione attiva...; l'aumento dell'occupazione potrà essere ottenuto in misura tanto maggiore quanto più i nuovi investimenti saranno rivolti ad accentuare la fisionomia "capitalistica" della nostra economia, definendo il termine "capitalistico", per l'occasione, nel senso di alto livello di economia "salariale" » (12).

Negli anni che hanno seguito il 1951 si è verificata una trasformazione di natura strutturale che ha profondamente modificato le caratteristiche del nostro sistema economico.

La popolazione attiva in agricoltura si è ridotta con un ritmo che, quando scrivevamo, non era certamente pensabile; le forze del lavoro in posizione indipendente hanno perduto una quota elevatissima della loro consistenza; i lavoratori dipendenti sono aumentati in misura notevole fino al 1963. In particolare, fra il 1959 ed il 1963 gli occupati in posizione dipendente sono aumentati dell'11,3%, mentre il numero dei lavoratori indipendenti è diminuito del 21,3%. Nel settore agricolo il prodotto lordo in termini reali per unità lavorativa, per effetto prevalentemente della contrazione delle forze di lavoro addette, è cresciuto fra il 1959 ed il 1963 del 31,5%, mentre la spesa di sostentamento per unità familiare nel-

(12) P. BATTARA: *Osservazioni sul reddito e sull'occupazione in Italia*, in « Moneta e Credito », Vol. IV, n. 13, 1° trimestre 1951.

l'agricoltura si riduceva sostanzialmente per effetto dell'esodo dei coadiuvanti, modificando così i bilanci familiari e orientando la domanda verso prodotti scarsamente consumati in precedenza. L'esodo dei lavoratori dall'agricoltura ha avuto l'effetto di modificare sostanzialmente la posizione reddituale di molti di essi, e la stessa emigrazione ha fornito mezzi non indifferenti alle famiglie degli emigrati.

Non ci sembra che di tali elementi, senza contare tutti gli altri che direttamente o indirettamente si sono riflessi sulla domanda globale di beni e di servizi, si possa non tener conto in un'analisi che pretenda di spiegare gli eventi verificatisi dopo il 1962 e per i quali certamente le modificazioni strutturali di natura economico-sociale hanno avuto un'importanza non secondaria.

Sorprende quindi il modo piuttosto sbrigativo con il quale, in una nota, i nostri AA., dopo aver ammesso che l'assorbimento della disoccupazione (aspetto trascurabile — diciamo noi — di fronte alle modificazioni di struttura della popolazione attiva) è il risultato di un processo complesso « di cui l'andamento della domanda effettiva è solo un aspetto », concludono che « in queste condizioni..., nel momento in cui viene raggiunta la piena occupazione, la distribuzione del reddito può modificarsi sostanzialmente, senza che ciò debba dar luogo a pressioni inflazionistiche ».

L'affermazione è poco soddisfacente da almeno tre punti di vista. In primo luogo sembra assai difficile sostenere seriamente che una modificazione della distribuzione del reddito in un paese come l'Italia, caratterizzato da sottoconsumi di una parte non trascurabile della popolazione, non implichi un aumento proporzionale della domanda di beni e servizi prima non richiesti e non possa risolversi in un'inflazione da domanda, se il mercato non è in condizioni di soddisfare gli incrementi di domanda. È molto probabile che una modificazione nella distribuzione del reddito negli Stati Uniti non porti ad alcuna modifica della domanda di carne, di zucchero, di televisori o di automobili, perchè tutti o quasi i consumatori sono già soddisfatti nella loro richiesta di tali beni. Per l'Italia le cose stanno in modo diverso, e bisogna tenerne conto.

In secondo luogo non si può non rilevare che in quella nota i nostri AA. ammettono bensì che una modificazione della distribuzione del reddito può essersi verificata, ma rifiutano apoditticamente di considerare tale modificazione come una delle variabili che si possono inserire nel processo e che nella interpretazione della Banca d'Italia



avrebbe avuto (di riflesso) una parte non trascurabile. In terzo luogo, ed è forse questo l'aspetto che andava considerato per primo, in presenza di aumenti consistenti del reddito reale, non è affatto detto che la curva dei redditi non si modifichi, anche perchè un numero di persone, precedentemente prive di reddito, entra a far parte della collettività dei redditi, con tutte le conseguenze che ciò comporta sulla domanda globale e, particolarmente, sulla domanda di determinati beni.

Siamo così, con questi ultimi rilievi, entrati nel vivo della questione riguardante il *modus operandi* dei meccanismi che hanno determinato l'inflazione, sul quale si appunta prevalentemente la critica mossa al governatore della Banca d'Italia.

Anzitutto a noi non sembra che la divergenza sostanziale fra i due modelli stia nella introduzione nel modello dei due AA. della variabile  $r$  (disponibilità del credito e saggio di interesse), nel considerare la variabile  $W$  (tasso salariale) solo parzialmente esogena, e nell'eliminazione della variabile  $D$  (distribuzione del reddito fra salari e altri redditi), nè nel diverso collegamento fra le diverse variabili endogene ed esogene. La differenza di fondo fra i due modelli è che quello della Banca d'Italia è un modello esplicativo che cerca di tener conto di ciò che si è verificato effettivamente in un'analisi *ex post*, dando una certa interpretazione degli eventi; il modello dei nostri due AA. è invece un modello astratto senza alcun riferimento alle situazioni di fatto. Così, ad esempio, i due AA. affermano che nel modello della Banca d'Italia il livello dei prezzi sarebbe determinato « direttamente ed esclusivamente dalla quantità di moneta », mentre nel modello da essi proposto dipende dalla quantità di moneta « soltanto indirettamente e direttamente dal tasso dei salari, dalla produttività e dalla domanda globale ». Tutto sta ad intendersi su che cosa significa « direttamente » o « indirettamente ».

Nella versione della Banca d'Italia la dilatazione dei mezzi di pagamento nel periodo 1961-1963 non è un'ipotesi, e il suo riflesso sui prezzi non deriva da reminiscenze della teoria quantitativa, ma da constatazioni di fatto. Del resto un'analisi delle vicende monetarie italiane dal 1947 ad oggi probabilmente dimostrerebbe che, almeno da noi, la teoria quantitativa può spiegare molte cose, anche se chi scrive ha seri dubbi che essa sia uno strumento sempre sufficiente a chiarire le relazioni fra variabili reali e variabili monetarie. Quando si determina infatti uno squilibrio fra domanda monetaria e offerta reale, dal punto di vista della relazione fra domanda monetaria e

variazioni dei prezzi è indifferente che la domanda di moneta sia determinata da necessità di finanziamento di aumenti di costi di lavoro o di aumenti di investimenti. In astratto un aumento dei prezzi, per effetto dei costi, può aver luogo anche « se la quantità di moneta resta immutata », ma l'ipotesi non ha nessuna corrispondenza nella realtà economica italiana degli anni '62-'63.

È evidente che per i nostri AA. « direttamente » significa *causa causarum*, ma in questo caso il loro modello è del tutto inadeguato, perchè le variabili dovrebbero risultare datate ed il modello dovrebbe essere recursivo, perchè il reddito, la domanda reale, la domanda di moneta, il risparmio, gli investimenti, i prezzi e i salari, per citare soltanto alcune variabili, sono legati da una catena orientata e tutto sta a determinare l'ordine di precedenza temporale delle singoli variabili nella catena (13). Gli AA. non hanno alcun dubbio che l'aumento dei costi preceda l'aumento dell'espansione dei mezzi di pagamento e l'aumento dei prezzi; ma questa, per quanto riguarda la situazione italiana, è una questione, come si è visto, opinabile in linea di fatto. Per essi, il meccanismo, partendo dall'aumento dei costi, spinge in alto i prezzi: « gli operatori tentano di procacciarsi maggiori mezzi finanziari per fronteggiare l'aumento del monte-salari, del costo delle materie prime e di quello dei beni di investimento », con la conseguenza che la domanda aumenta e, nella misura in cui è soddisfatta, attraverso una politica monetaria di sostegno della domanda globale, « genera aumenti di prezzi maggiori di quelli che... accompagnano l'iniziale aumento delle retribuzioni », e, se non soddisfatta, riduce la domanda globale e « inevitabilmente conduce alla disoccupazione ».

La ragione fondamentale per la quale gli AA. contrappongono questo modello a quello implicito nelle Relazioni della Banca d'Italia è il loro dissenso sull'ipotesi che, in conseguenza di una modificazione della distribuzione del reddito a favore dei percettori di redditi da lavoro dipendente, la propensione al risparmio sia diminuita, i profitti si siano ridotti e le possibilità di autofinanziamento delle imprese siano divenute tanto esigue da far contrarre gli investimenti.

È peraltro poco persuasivo il ragionamento in base al quale viene respinta la spiegazione dell'effetto dell'aumento dei costi sulla propensione al consumo e dell'aumento dei prezzi determinato dalla doppia causa dell'aumento dei costi e dell'aumento della domanda (di

(13) H. Wold: *Causality and Econometrics*, in « *Econometrica* », aprile 1954.

beni di consumo). Con esso si viene infatti ad escludere, non soltanto nel caso particolare della situazione italiana degli anni '62-'63, ma in via generale, che un aumento della propensione al consumo, cioè una diminuzione della propensione al risparmio, possa determinare una riduzione del reddito reale nel breve o nel medio periodo. L'affermazione che « se la distribuzione del reddito ha influenza sugli investimenti e sull'occupazione, ciò non può avvenire attraverso mutamenti nella propensione media al risparmio, ma attraverso gli incentivi e i disincentivi che una certa distribuzione del reddito porta con sé », è illuminante, poichè in sostanza esclude in generale che esistano inflazioni determinate da un eccesso di domanda di beni di consumo.

Invero, l'ipotesi dalla quale partono i nostri AA. è fuori dalla realtà economica italiana degli anni '60 e il loro ragionamento teorico si fonda su una *petitio principii*. Si dà cioè per ammessa l'esistenza di  $X^*$ , corrispondente al reddito reale di piena occupazione, e si ammette inoltre che, se la propensione al risparmio dovesse diminuire in modo che la domanda globale tendesse ad eccedere  $X^*$ , « la domanda per investimenti dovrebbe modificarsi ed adeguarsi all'offerta di risparmio di piena occupazione  $S^* = sX^*$ . In questo caso, il livello degli investimenti può essere effettivamente limitato dal risparmio e una flessione di  $s$  dà effettivamente luogo ad una riduzione degli investimenti, ma la diminuzione di  $s$ ,  $S$  e  $I$  non può generare un minor reddito nazionale giacchè quest'ultimo, per ipotesi, coincide con il livello di piena occupazione ».

A parte che, dal punto di vista dinamico, il raggiungimento di  $X^*$  non garantisce il perpetuarsi di una situazione di pieno impiego e soprattutto non garantisce la stabilità monetaria, il ragionamento presuppone in primo luogo che  $X^*$  sia già raggiunto, in secondo luogo la assoluta mobilità dei fattori nel breve periodo, e in terzo luogo una situazione particolare di stazionarietà nella quale le quantità *ex ante* ed *ex post* sono identiche, compresa la condizione che  $S$  sia uguale ad  $I$  *ex post* senza che intervengano fattori di riequilibrio dal lato dei prezzi. In altri termini, secondo i nostri AA., raggiunto il reddito reale di piena occupazione, che  $s$  aumenti o diminuisca non ha più importanza perchè, in un'economia chiusa, la domanda resta delimitata da  $X^*$ .

La verità è che dalla relazione  $X = I/s = S/s$  non può ricavarsi nè che il risparmio determina gli investimenti, nè che gli investimenti determinano il risparmio, perchè o si accetta che  $S = I$  per definizione

ed allora la relazione  $I/s = S/s$  è una semplice identità, o non si accetta l'identità fra  $S$  ed  $I$ , per i motivi che qui non staremo a ripetere e sui quali si è soffermata tutta quella parte della letteratura che per « li rami » scende dal Wicksell al Robertson e a una schiera di economisti ben noti, ed allora i termini della relazione si modificano sostanzialmente e si può anche arrivare ad affermare l'esistenza di una certa relazione nella quale  $I \rightarrow S_0 \rightarrow I_1$  sono legati fra di loro. Ma non è questo il caso ipotizzato dagli AA., che partono evidentemente dall'identità  $S = I$ , sulla quale non si può che ripetere quanto scriveva molti anni or sono il Lutz, e cioè che essa non garantisce affatto l'equilibrio monetario e che, nonostante tale uguaglianza, si può determinare per un periodo anche abbastanza lungo una deficienza di fonti di finanziamento (14).

Ma a parte queste considerazioni, v'è da rilevare che un elemento non trascurabile della crisi del 1963 è stata la distruzione di risparmio monetario, e che la caduta degli investimenti che ne è conseguita va prevalentemente attribuita ad esso e alla impossibilità del sistema di espandere indefinitamente il credito. Ma su ciò avremo occasione di tornare. Se però, come noi riteniamo, la distruzione del risparmio monetario ha avuto una parte non trascurabile nel determinare gli eventi dopo il 1962, il discorso sull'avversione al finanziamento esterno da parte delle imprese diventa piuttosto ozioso; e diventa soprattutto troppo semplice il ritenere che « se si registra una riduzione della domanda globale, essa può essere addebitata in ultima analisi al fatto che la politica monetaria non è stata sufficientemente espansionistica », perchè la storia monetaria è piena di casi di cadute della domanda globale proprio in presenza di spirali inflazionistiche.

Per rendersi conto della situazione determinatasi nel corso del 1963 e delle ragioni per le quali il sistema creditizio non è stato più in condizioni di far fronte alla domanda di moneta, basta considerare lo squilibrio che si era prodotto fra gli impieghi ed i depositi presso le aziende di credito.

L'ostacolo maggiore agli investimenti nel periodo critico non è quindi consistito nell'avversione al ricorso al credito, che ha largamente superato la formazione del risparmio monetario (v. Tab. 3), ma, con ogni probabilità invece, nella corrosione dei capitali circolanti e nella necessità della loro ricostituzione. Al riguardo la diagnosi del Baffi,

(14) F. A. Lutz: *The Outcome of Saving-Investment Discussion*, in « Quarterly Journal of Economics », Vol. LII, agosto 1938, p. 614.

secondo il quale « nell'esperienza del 1962-1963... le aziende finanziarie col ricorso al credito l'accrescersi dei costi di esercizio, soprattutto di lavoro (oltre che per tributi ed interessi passivi), ma una parte del reddito così creato, invece di ritornare ad esse in un flusso circolare, si dirige alle importazioni nette... » (15), è certamente esatta nella misura in cui è integrata dall'effetto derivante dalla svalutazione dei fondi monetari.

Tab. 3  
VARIAZIONI MENSILI DEI DEPOSITI E DEGLI IMPIEGHI  
DEL SISTEMA CREDITIZIO NEL 1963  
(miliardi di lire)

Mesi	F	M	A	M	G	L	A	S	O	N	D
7. Depositi . . .	92,9	165,9	134,0	64,6	61,6	170,9	69,3	215,8	-17,3	73,3	797,2
2. Impieghi . . .	155,6	247,9	179,3	149,3	287,0	214,3	83,8	161,2	164,2	40,6	611,0

È infatti nostra impressione che una delle cause di maggior rilievo che hanno provocato la svolta dall'inflazione alla deflazione risieda proprio in un particolare « effetto » che, per esser stato descritto per la prima volta dal Robertson, chiameremo con il nome di questo economista. Tale « effetto » differisce da quello che comunemente passa sotto il nome del Pigou per due motivi sostanziali. Il primo è che esso ha luogo in condizioni di prezzi crescenti e cioè in condizioni opposte a quelle nelle quali ha luogo l'effetto Pigou; in secondo luogo per il diverso meccanismo di azione che esso esplica sulla relazione fra capitali circolanti e formazione del reddito reale.

Nella versione originaria del Pigou (16) una diminuzione dei prezzi determina un aumento dello stock esistente di moneta in termini reali, con la conseguenza che diminuisce il desiderio di risparmio da parte dei detentori di moneta. Si modifica così il rapporto fra reddito consumato e reddito risparmiato. Poiché qui non interessano le implicazioni di tale effetto sulle condizioni dell'equilibrio di non pieno impiego, possiamo fermarci a questa semplice constatazione per passare subito a quello che abbiamo chiamato

(15) P. BARRI: *Studi sulla Moneta*, Milano, 1965, p. 365.

(16) A. C. PIGOU: *The Classical Stationary State*, in «The Economic Journal», Vol. LIII, n. 212, dicembre 1943, p. 349.

« effetto Robertson », la cui formulazione risale al 1928. Il ragionamento non è diverso da quello che si trova nel noto articolo del Pigou, con la sola differenza che mentre quest'ultimo ipotizza una situazione di prezzi e salari flessibili anche all'ingiù, l'effetto per il Robertson è inverso in condizioni di prezzi crescenti. Infatti, scrive il Robertson, « l'aumento dei prezzi determina una diminuzione nel valore reale delle disponibilità di moneta da parte del pubblico: ed è per lo meno possibile che taluni tentino di riportare tale valore reale all'antico livello e si astengano a tal fine dal consumo che ad essi competerebbe legittimamente, compiendo quindi un atto ulteriore di risparmio, in aggiunta a quello cui sono effettivamente costretti in conseguenza dell'azione delle banche » (17).

È chiaro che nel momento in cui la propensione al risparmio aumenta per effetto della tendenza alla ricostituzione dei fondi monetari in termini reali si entra già nella fase della deflazione; ma non è questo l'aspetto che qui più interessa. La svalutazione dello stock di moneta provoca una riduzione degli investimenti perché « è nell'essenza del capitale circolante che esso debba cominciare a crescere prima che cresca il tasso della quantità prodotta e quindi a fortiori prima che sia effettuato nuovo risparmio reale in forma monetaria, reso possibile dalla nuova produzione » (18). Si viene così ad instaurare una relazione fra risparmio monetario in termini reali e capitali circolanti da un lato e reddito in termini reali dall'altro. In tale nesso le frazioni di tempo che intercorrono fra la formazione di nuovo risparmio monetario in termini reali e prodotto nazionale, costituiscono l'elemento essenziale del processo dinamico.

Nella fase che qui interessa la domanda di moneta che determina lo squilibrio monetario non deriva soltanto dalle esigenze dell'aumento dei costi, ma in misura notevole dalla riduzione in termini reali dei capitali circolanti attinti dal settore del credito. La questione è, secondo noi, assai importante, perché attraverso il processo di svalutazione dei fondi monetari si riesce a creare il ponte di collegamento fra la fase inflazionistica e la fase recessiva e si spiega anche il limite che trova una politica monetaria espansionistica.

Per rendersi conto di quella che è stata la distruzione di risparmio monetario negli anni che comprendono la fase culminante del

(17) D. H. ROBERTSON: *Essay in Monetary Theory*, Londra, 1948, trad. it. Firenze, 1956, pp. 45-46. L'articolo originario è stato pubblicato in «Economica», giugno 1928.

(18) D. H. ROBERTSON: *ibidem*, trad. it. p. 51.

ciclo, il periodo dell'inflazione e quello della recessione, diamo nella tabella 4 le cifre dei mezzi di pagamento (liquidità primaria) in lire correnti ed in lire 1963, deflazionando i valori con l'indice dei prezzi relativo al calcolo in termini reali del reddito nazionale netto (19).

Dai dati della tabella 4 emerge che fra il giugno 1961 e il giugno 1962 la distruzione di liquidità primaria, per effetto del processo d'inflazione, diventa significativa, per assumere valori eccezionalmente elevati fra il '62 ed il '63, mentre fra il '63 ed il '64 la liquidità primaria formatasi nei dodici mesi si annulla quasi del tutto. L'aver considerato i soli mezzi di pagamento non significa evidentemente che nella svalutazione monetaria non siano stati coinvolti anche gli altri fondi monetari, ma certamente la corrosione dei mezzi di pagamento ha colpito in modo più diretto ed immediato i capitali circolanti d'impresa ottenuti attraverso il credito.

TAB. 4

MEZZI DI PAGAMENTO IN LIRE CORRENTI ED IN LIRE 1963  
NEL MESE DI GIUGNO DI CIASCUN ANNO  
(miliardi di lire)

Anni (giugno)	Mezzi di pagamento		Indice dei prezzi 1963=100	Variazioni nei dodici mesi	
	lire correnti	lire 1963		lire correnti	lire 1963
1959 . . . . .	5.972	7.253	82,34	—	—
1960 . . . . .	6.586	7.841	83,99	614	612
1961 . . . . .	7.535	8.607	86,37	949	766
1962 . . . . .	8.906	9.693	91,88	1.371	986
1963 . . . . .	10.496	10.496	100,00	1.590	803
1964 . . . . .	11.264	10.538	106,89	768	52
1965 . . . . .	12.697	11.442	110,88	1.423	904

La deduzione che si trae dagli elementi ora forniti è che le disponibilità del credito sono esse stesse fortemente influenzate dalle variazioni del potere di acquisto della moneta e che, in un modello esplicativo nel quale si instaurino relazioni fra variabili reali e variabili monetarie, non si può prescindere dal considerare le variazioni in termini reali dei fondi monetari. Ne viene di conseguenza che la stessa relazione  $I = I(\pi, r)$  va modificata, sia perchè  $\pi$ , che indica

(19) ISCO: *Quadri della contabilità nazionale italiana per il periodo 1951-1965*, Roma, novembre 1966, p. 105.

il livello dei profitti, è a sua volta influenzato dalle perdite in termini reali dei fondi monetari che le imprese detengono, sia perchè  $r$ , che riassume in sé le condizioni ed il costo del credito, risente delle variazioni in termini reali dei fondi disponibili per il credito, mentre il costo del credito, nella misura in cui non variano i tassi, si riduce per effetto della svalutazione.

Ma il problema per quanto riguarda la variabile  $r$ , contenuta nella funzione, è ancora più complesso, non appena si tenga presente quanto già osservava giudiziosamente il Tobin; che « la vera variabile esogena sono gli strumenti del controllo monetario » (20), per cui il meno che si possa dire è che  $r$  nella maggior parte dei casi si muove in funzione di decisioni di politica monetaria che sono estremamente difficili da valutare.

Dalle considerazioni che siamo venuti esponendo ci sembra di poter concludere che la tesi principale che gli AA. hanno tentato di dimostrare, e cioè che le variazioni della propensione al risparmio non possono comunque spiegare un processo d'inflazione, non possa ritenersi dimostrata, mentre lo stesso modello esplicativo che sta alla base dell'interpretazione che dell'inflazione ha dato il Carli regge soltanto nella misura in cui si ammette che l'inflazione dei costi ha preceduto l'aumento della propensione al consumo, il che, come abbiamo cercato di provare, è piuttosto dubbio e comunque non dimostrato.

#### 4. Il modello per un'economia aperta.

Il modello che i nostri AA. propongono per un'economia aperta interessa qui ai limitati fini dell'importanza che essi attribuiscono al modello stesso per dimostrare la validità della loro tesi principale, e cioè che l'inflazione degli anni '62-'63 è stata determinata da un eccesso di domanda di redditi e non da un eccesso di domanda di beni.

Nonostante ogni sforzo concettuale, una dimostrazione di tale tesi non può reperirsi in nessuno schema logico ed in nessun modello esplicativo che non trovi conforto negli elementi di fatto, e

(20) J. TOBIN: *Monetary Theory: New and Old Looks - Money, Capital and Other Stores of Value*, in « American Economic Review », maggio 1961, n. 2, « Papers and Proceedings », p. 30.

gli elementi di fatto smentiscono le deduzioni che i nostri AA. vorrebbero ricavare dal modello.

In sostanza, fin dagli inizi della loro esposizione, il Modigliani e il La Malfa affermano che « contrariamente a un'opinione assai diffusa in Italia, il forte *deficit* della bilancia commerciale nel corso della fase inflazionistica non può essere attribuito ad un'eccessiva propensione al consumo e che, al contrario, quest'ultima ebbe un effetto mitigatore sul disavanzo », e quindi, nell'apposito paragrafo al quale rinviano, dopo aver premesso di non essere « a conoscenza di alcuna ricerca empirica fatta allo scopo di stabilire quale delle due ipotesi sia empiricamente valida per l'Italia », sostengono che « vi sono tuttavia alcune indicazioni che sembrano suggerire una maggior propensione all'importazione per i beni di investimento. Tra esse la principale è che il rapido miglioramento della bilancia dei pagamenti nel corso del 1964 è stato contemporaneo ad una drastica riduzione degli investimenti ». Per la verità gli AA. soggiungono che « questa non è certamente una indicazione sufficiente a trarre delle conclusioni, ma sufficiente a rafforzare i dubbi che l'analisi da noi fatta in questo paragrafo solleva per quanto riguarda la relazione tra composizione della domanda globale e andamento della bilancia commerciale ».

Non siamo a conoscenza dei risultati di una ricerca empirica alla quale gli AA. fanno richiamo in una nota, ma comunque a noi sembra che il modo più semplice per accertare se nel corso della fase dell'inflazione l'eccesso di domanda di beni esteri riguardasse i beni di consumo o i beni d'investimento, sarebbe stato quello di consultare le statistiche del commercio estero, tanto più che anche la fatica dell'aggregazione dei dati delle importazioni secondo la destinazione economica dei beni è risparmiata dalle elaborazioni dell'Istituto Centrale di Statistica, che fornisce una tabella delle importazioni e delle esportazioni sia per i beni di consumo che per i beni di investimento.

I dati raccolti nella tabella 5 ci sembrano sufficienti a dimostrare il contrario di quanto è sostenuto dai nostri AA.

La tendenza all'aumento delle importazioni di beni di consumo appare dai dati riportati già evidente nel 1962, mentre nel 1963 l'incremento è talmente forte da non lasciar dubbi sulla natura del disavanzo della bilancia commerciale determinatosi in tale anno. Per i beni di investimento il tasso di incremento per gli anni 1961 e 1962 è pressochè uguale, ma già nel 1963, sia in valore assoluto che in

VARIAZIONI DELLE IMPORTAZIONI DEI BENI DI CONSUMO  
E DEI BENI DI INVESTIMENTO DAL 1961 AL 1964

Beni secondo la loro destinazione economica	Variazioni rispetto all'anno precedente			
	1961	1962	1963	1964
1. Beni di consumo				
miliardi di lire . . . . .	+ 53,2	+ 178,0	+ 558,0	- 68,1
% . . . . .	+ 4,2	+ 13,6	+ 37,6	- 3,3
2. Beni d'investimento				
miliardi di lire . . . . .	+ 207,0	+ 259,5	+ 236,5	- 203,2
% . . . . .	+ 19,5	+ 20,5	+ 15,4	- 12,9

valore relativo, si nota una flessione nella tendenza all'aumento. Il dato del 1964 per le importazioni di beni di consumo è particolarmente significativo. La lieve diminuzione in valore assoluto ed in percentuale mette ancora in evidenza un'elevata propensione all'importazione di beni di consumo, perchè la lieve diminuzione deve essere messa in relazione all'eccezionale aumento dell'anno precedente. A ben guardare, poi, la contrazione è stata determinata quasi esclusivamente dalle minori importazioni di autoveicoli in conseguenza dei noti provvedimenti fiscali. La « drastica riduzione degli investimenti » intervenuta nel 1964, invece, non sembra attribuibile all'elevata propensione all'importazione di beni di investimento negli anni precedenti, ma deve essere vista piuttosto nel quadro della deflazione determinatasi in detto anno.

In conclusione, la componente estera depone molto di più a favore della tesi che l'inflazione sia stata determinata da un eccesso di domanda di beni, e particolarmente di certi beni di consumo, che non a favore della tesi dell'inflazione da costi.

Purtroppo limiti di spazio non ci consentono di inoltrarci in un'analisi particolareggiata delle conclusioni alle quali pervengono i nostri AA. attraverso il loro modello per un'economia aperta, e quindi lasciamo ad altri il compito di questo esame. Ci sia peraltro consentito di esprimere una nostra opinione per quanto concerne l'applicazione del modello alla situazione italiana del periodo 1962-1964. Gli aumenti dei prezzi nel triennio 1962-1964 non hanno portato ad una riduzione delle esportazioni; hanno ridotto la domanda

globale in termini reali in modo apprezzabile solo verso la fine del 1963, in corrispondenza della stretta creditizia, con la conseguenza che il meccanismo che lega le variazioni dei prezzi alle variabili reali nel modello proposto non sembra che si attagli a quella che è stata la situazione italiana del periodo considerato.

### 5. Le cause della recessione.

Il punto di vista che i nostri AA. esprimono circa la causa ultima della recessione può essere condiviso, come è da condividersi l'opinione che « l'esperienza italiana degli anni tra il 1962 ed il 1964 " conferma " che la politica monetaria è in grado di controllare l'andamento dell'attività produttiva, per lo meno quando tale politica si propone dei fini restrittivi ». Non diversamente ci esprimevamo anche noi al riguardo in un intervento rivolto a puntualizzare soprattutto le cause per le quali la politica monetaria è efficace nel nostro paese fintanto che con essa ci si propone di arrestare un processo inflazionistico in corso, mentre diventa inefficace quando con essa si vuol rimettere in moto un processo che si è arrestato (21).

Una terza affermazione che ci sembra possa essere senz'altro accettata è che « la stabilizzazione sarebbe stata probabilmente meno costosa in termini di occupazione se le autorità monetarie avessero seguito una politica di minor espansione nel corso del 1962 ».

Da tutte queste premesse però non sembra affatto giustificato trarre due conclusioni che, a ben guardare, rappresentano il punto di arrivo di tutta l'analisi che i nostri AA. hanno compiuto. Una prima conclusione è che la politica di restrizione monetaria, mediante la quale è stata raggiunta la stabilizzazione dei prezzi e il risanamento della bilancia dei pagamenti, era resa inevitabile « dalla mancanza di una politica dei redditi. Solo quest'ultima avrebbe potuto in passato e potrà in futuro evitare il ricorso alla creazione di disoccupazione come strumento di controllo dell'inflazione e di riequilibrio della bilancia dei pagamenti ». La seconda conclusione è che « a partire dalla seconda metà del 1964 e soprattutto nel 1965 sarebbe stata opportuna una politica reflazionistica più decisa... In particolare alcune considerazioni teoriche suggeriscono l'opportunità di una più aggressiva politica di espansione monetaria accompagnata da una maggior flessibilità dei saggi di interesse ».

(21) In « Rivista di Politica Economica », agosto-settembre 1966, pp. 1123-8.

Le questioni che si connettono a queste ultime conclusioni sono piuttosto complesse e meritano un attento esame. Ma prima ancora è necessario soffermarsi su alcuni punti, sui quali, pur condividendo l'opinione dei nostri AA., riteniamo che qualche precisazione non possa mancare.

Per quanto riguarda la causa ultima del processo recessivo è da ritenersi che ben pochi non siano convinti che essa può farsi risalire a quella che è stata chiamata la « stretta creditizia ». Ma, anche qui, è questione di intendersi. Che ad un certo momento il sistema bancario non sia stato in condizioni di far fronte alla domanda di moneta è fuori dubbio e le stesse autorità monetarie lo hanno riconosciuto. Leggiamo infatti nel già citato studio del Baffi (cioè del direttore generale della Banca d'Italia): « Nel settembre del 1963, l'istituto di emissione invitò le banche a non aumentare ulteriormente l'indebitamento estero. La loro liquidità, già a quell'epoca molto tesa, subì dunque nei sei mesi seguenti il pieno effetto riduttivo del persistente, grave disavanzo nella bilancia dei pagamenti. Esse cominciarono a stringere i freni degli impieghi (il cui tasso annuo di aumento prese a cadere dal settembre) ed aumentarono ulteriormente, fino al marzo del 1964, il ricorso all'istituto di emissione, che toccò in quel torno di tempo il massimo di questo dopoguerra: infatti, il credito per sconto ordinario, anticipazioni e prorogati pagamenti si stabilì, al marzo 1964, in 982 miliardi, essendosi costituito per 3/5 (576 miliardi) nel corso dell'ultima annata ».

La restrizione del credito mediante l'arresto dell'indebitamento all'estero delle banche è quindi ammesso; e in sostanza con quali meccanismi la restrizione sia stata imposta, ha importanza marginale. Dal brano citato risulta anche che fra il settembre del 1963 ed il marzo del 1964 la banca centrale intervenne largamente, iniettando liquidità nel sistema bancario: così, mentre da un lato il sistema creditizio poneva un drastico fermo alla espansione degli impieghi, la Banca d'Italia non mancava di allargare le maglie del sconto.

Se però si può anche ammettere che la causa ultima della recessione fu la stretta creditizia, non si può far a meno di osservare che a sua volta la stretta fu la conseguenza di una situazione che si era venuta creando negli anni che vanno dal 1960 al 1963 e che si era via via deteriorata, man mano che si venivano rafforzando le spinte inflazionistiche. Ad integrazione di quanto abbiamo già detto possiamo aggiungere qui alcuni elementi che sono, secondo il nostro modo di vedere, significativi.

I prezzi impliciti nel calcolo del reddito mettono in evidenza sequenze di rialzi sulle quali ci sembra valga la pena di attirare l'attenzione. I prezzi impliciti nel calcolo del prodotto lordo dell'agricoltura sono aumentati nel 1961 del 6,64%, nel 1962 del 11,25%, nel 1963 del 4,01%. Quelli impliciti nel calcolo del prodotto lordo dell'industria presentano negli stessi anni variazioni del 2,89%, del 3,92% e del 9,09%. I prezzi impliciti relativi al prodotto della pubblica amministrazione, le cui variazioni sono risultate negli ultimi 15 anni sempre superiori alle variazioni dei prezzi del settore privato, hanno avuto aumenti del 5,27% nel 1961, del 12,48% nel 1962 e del 19,09% nel 1963.

Questi pochi dati pongono in chiaro che ad un'iniziale spinta inflazionistica nel 1961 e 1962 derivante da aumenti nei prezzi dell'agricoltura, è seguita una spinta assai consistente nel 1962 e nel 1963 nei costi della pubblica amministrazione, che, in pratica, si sono risolti in un aumento di domanda di beni e servizi da parte dei dipendenti pubblici.

Di fronte a tali variazioni dei prezzi, il comportamento della massa monetaria ha in un certo senso anticipato i tempi, con una espansione creditizia che certamente superava le possibilità del sistema. Dal 1960 al 1963 gli aumenti degli impieghi del settore creditizio hanno superato in percentuale gli incrementi dei depositi, fino al punto che nel 1963 lo squilibrio è stato tale da incidere profondamente sulla stessa liquidità del sistema. I dati che abbiamo riportato nella tabella 3 dimostrano il punto di gravità al quale era giunta la situazione; già nel 1961, di fronte ad un aumento degli impieghi del 20,6%, l'aumento dei depositi era stato del 15,7%; nel 1963 si arrivava a un aumento del 24,2% negli impieghi e del 16,3% nei depositi.

Per la circolazione di banconote l'aumento cresce dal 10,6% del 1961 al 14,3% nel 1962, al 18,5% nel 1963.

I dati che siamo venuti citando confermano la tesi dei nostri AA. che, se le autorità monetarie avessero seguito una politica di minor espansione nel corso del 1962, e possiamo aggiungere anche nel 1961, la stabilizzazione sarebbe risultata meno costosa in termini di occupazione. Con ogni probabilità, una politica meno espansiva in detti anni avrebbe forse rallentato lo sviluppo economico, ma avrebbe evitato quella tensione sul mercato del lavoro che poi ha messo in moto, come sua diretta conseguenza, l'inflazione dei costi.

L'aspetto più preoccupante della situazione del 1963, che potrebbe ripetersi in futuro, è che le autorità monetarie hanno regolato la loro politica d'intervento soltanto sull'elemento più visibile del dissesto monetario, e cioè sullo squilibrio della bilancia valutaria, mentre hanno trascurato i sintomi premonitori, e cioè gli squilibri fra impieghi e depositi del settore creditizio e soprattutto la progressiva svalutazione dei fondi monetari. Il fatto stesso che soltanto nel mese di settembre del 1963 la banca centrale si sia mossa per arrestare il processo di indebitamento all'estero delle banche dimostra che gli squilibri fra incremento degli impieghi e incremento dei depositi verificatisi a partire dal febbraio dello stesso anno non erano stati valutati nella loro reale gravità, ovvero che non si era ritenuto di intervenire per ragioni che a noi sfuggono.

Dato per pacifico che un intervento di politica monetaria si rendeva indispensabile molto prima del settembre del 1963, resta da vedere se, come affermano i nostri AA., nel 1964 e 1965 la Banca d'Italia poteva intervenire sul mercato monetario con una politica espansiva accompagnata da una maggior flessibilità dei saggi di interesse.

Un primo rilievo su tale affermazione è che comunque il 1965 deve ritenersi fuori causa, perchè in tale anno la liquidità primaria era aumentata di 2.030 miliardi e i depositi bancari in complesso erano cresciuti di 3.092 miliardi, mentre gli impieghi bancari erano aumentati di soli 946 miliardi, il che faceva ripetere il noto adagio ricordato anche nel Rapporto Radcliffe: « *you can take a horse to the water, but you cannot make him drink* ».

Anche per quanto riguarda i tassi d'interesse le banche già nel 1965 erano disposte a concedere prestiti a tassi piuttosto bassi, e la miglior dimostrazione è che nel corso di quell'anno ebbe inizio quella espansione del portafoglio obbligazionario delle banche (1.361 miliardi) che doveva portare ad una profonda modificazione strutturale nei conti delle aziende di credito.

Rimane quindi da vedere se nel 1964 un massiccio intervento della banca centrale poteva riuscire ad arrestare la recessione in corso. Il primo quesito al quale si dovrebbe rispondere è quello della misura in cui l'intervento sarebbe stato efficace; perchè se detta misura comportava un ulteriore eccesso della domanda globale di moneta sull'offerta reale il processo inflazionistico si sarebbe ulteriormente aggravato. Un calcolo della liquidità aggiuntiva che sarebbe stata necessaria nel 1964 per mantenere allo stesso livello degli

anni precedenti l'espansione della domanda reale è assai difficile da fare. Abbiamo visto tuttavia nella tabella 4 che la liquidità primaria formatasi nei dodici mesi che vanno dal luglio 1963 al giugno del 1964 si annullò completamente per effetto della svalutazione dei mezzi di pagamento esistenti. Soltanto quindi per riportarla ad un livello tollerabile, per non arrestare lo sviluppo degli anni precedenti, la massa dei mezzi di pagamento avrebbe avuto bisogno nel suddetto periodo di un incremento per lo meno uguale alla differenza di aumento in termini reali fra il 1963 ed il 1964. Ma forse anche tale aumento non sarebbe stato sufficiente, se si tiene conto della svalutazione della liquidità secondaria e dell'esigenza del pubblico di ricostituire i fondi monetari che la svalutazione aveva corrosi. Senza azzardarci a proporre stime, ciò che possiamo affermare è che per sostenere il sistema economico nel 1964 ed impedire la recessione, l'intervento delle autorità monetarie avrebbe dovuto essere tanto massiccio da rendere impossibile una valutazione delle sue conseguenze nel senso di una ulteriore spinta inflazionistica.

La seconda domanda da porsi è se una massiccia iniezione di liquidità nel 1964 avrebbe consentito di ripianare la situazione valutaria che si era rapidamente deteriorata nel corso del 1963. Abbiamo visto che l'intervento delle autorità monetarie ha avuto luogo nel settembre 1963 proprio per arrestare il processo di squilibrio della bilancia dei pagamenti; se tale misura non fosse stata presa in tempo, la situazione si sarebbe aggravata compromettendo anche il valore della lira sul mercato dei cambi.

Un elemento che non può essere trascurato è quello connesso alla tendenza all'aumento delle importazioni, che si sarebbe potuta verificare in presenza di una politica monetaria espansiva. Se infatti tale espansione, invece di alimentare un aumento del reddito reale, avesse gonfiato ulteriormente le importazioni — ipotesi plausibile, se si tien conto che la domanda più sostenuta di beni d'importazione ha riguardato nel 1963 prodotti che scarseggiavano sul mercato interno —, si sarebbe ottenuto il risultato negativo di una crescente inflazione e di uno sviluppo produttivo non proporzionale all'espansione della liquidità provocata dalle autorità monetarie.

Una prima conclusione da trarre dalle considerazioni ora svolte è che esistono dei limiti agli interventi monetari di sostegno, limiti che non sono valicabili, a meno di rinunciare ad ogni possibilità di contenimento del processo inflazionistico. Che tali limiti siano assai difficili da valutare a priori è fuori questione; ma prima di affermare

che, in una situazione come era quella del secondo semestre del 1964, esistevano margini per una politica monetaria espansiva, sarebbe necessario dimostrare che una politica siffatta non avrebbe avuto conseguenze contrarie a quelle volute.

Vi è nella affermazione dei nostri AA. una contraddizione che non si spiega. Essi affermano che l'accumulazione di oltre 1.000 miliardi di riserve valutarie nel corso del 1965 indicherebbe che il sistema economico era in grado di sopportare una politica mirante a stimolare in modo deciso la domanda globale; ma trascurano che, se nel secondo semestre del 1964 e nel 1965 fosse stata stimolata la domanda globale, l'accumulazione di riserve valutarie non si sarebbe verificata, perchè da un lato, come si è detto, sarebbero cresciute le importazioni e dall'altro lato le esportazioni sarebbero state contenute dalla domanda interna. Questo non è però l'aspetto più contraddittorio della loro affermazione. Per chi parte — come essi fanno — dal presupposto che l'inflazione sia stata determinata esclusivamente da uno squilibrio fra variazioni delle retribuzioni e variazioni della produttività, riesce difficile spiegare come si possa uscire dall'inflazione provocata da aumenti dei costi determinando una domanda aggiuntiva di prodotti reali alimentata dall'espansione del credito. Il meno che si possa dire è che, in tal modo, all'inflazione da costi si aggiunge una spinta all'inflazione da domanda, ma non che si supera lo squilibrio fra costi e produttività.

La critica alla tesi della possibilità di una politica di espansione monetaria nel secondo semestre del 1964 non significa approvazione totale della politica seguita dal governo e dalle autorità monetarie in quel torno di tempo. Certamente i provvedimenti del governo, rivolti a contenere la domanda in un momento in cui essa già fletteva, hanno aggravato la situazione, mentre le autorità monetarie non hanno provveduto a limitare l'effetto indiscriminato che le misure monetarie avrebbero provocato.

## 6. Politica monetaria e politica dei redditi.

Ritenevamo di aver individuato le ragioni, per le quali una politica monetaria è efficace in Italia per arrestare l'inflazione, nelle seguenti circostanze: a) l'alto indebitamento delle imprese e la stretta dipendenza delle stesse dal settore creditizio; b) la scarsa efficienza del mercato finanziario, al quale è ammesso soltanto un ristretto numero di imprese; c) le forti oscillazioni annue della quota di red-



dito risparmiato; *d*) l'aumento della propensione al consumo nei momenti di espansione del reddito reale per effetto di modificazioni strutturali del sistema economico e della stessa popolazione attiva.

Tali condizioni possono considerarsi come insite nel sistema e difficilmente eliminabili se non in un lungo lasso di tempo e seguendo linee di politica economica che, per ora, non sono nemmeno prese in considerazione.

È infatti chiaro che nella misura in cui le imprese dipendono dalle possibilità del credito la politica monetaria è efficace e particolarmente efficaci sono gli interventi rivolti a dosare la risposta alla domanda di moneta. È altresì evidente che la politica dei tassi flessibili è scarsamente efficace in un sistema in cui si verificano da un lato processi di espansione e dall'altro spinte inflazionistiche anche se non molto forti. Nei paesi ad alto livello industriale, nei quali i capitali affluiscono alle imprese direttamente attraverso il mercato finanziario e esiste non soltanto un'alta propensione al risparmio ma anche un elevato grado di propensione ad investire direttamente, le esigenze del finanziamento sono soddisfatte in larga parte con il capitale sociale, le riserve e l'autofinanziamento, inteso come reddito non distribuito ai partecipanti. Negli Stati Uniti e nella Gran Bretagna il finanziamento coperto dalle imprese con mezzi propri, senza ricorso al credito, supera il 60%. Di questa situazione delle imprese si ha un diretto riflesso sul portafoglio del sistema bancario.

La situazione in Italia è ben diversa. In uno studio, compiuto sui bilanci di 200 società per azioni, il Paccès trovava che soltanto il 36% del finanziamento proveniva nel 1960 dal capitale sociale e dalle riserve. Per le 65 società del gruppo considerato con titoli quotati in borsa, il finanziamento con fondi propri raggiungeva appena il 41%, mentre per le società non quotate si scendeva al 25%. Nel tentativo di apportare ai 200 bilanci alcune correzioni per rimediare alle note insincerità contabili, il Paccès trovava per 134 società un massimo del 53% di finanziamento con capitali propri e quindi un indebitamento del 47% (22). Non possiamo qui discutere l'attendibilità di quest'ultima stima, ma ci sembra lecito affermare che se anche, nella migliore delle ipotesi, essa fosse esatta, riguarderebbe pur sempre società che non rappresentano la situazione media delle

aziende italiane, trattandosi delle maggiori e delle più favorite per quanto riguarda la possibilità di procurarsi « mezzi propri ».

Recentemente l'Istituto Centrale di Statistica ha proceduto alla elaborazione dei bilanci delle società quotate in borsa; per il gruppo delle industrie manifatturiere, tenendo conto delle sole immobilizzazioni nette, risulta che nel 1964 il finanziamento con capitale e riserve raggiungeva appena il 31,4%. Si ammetta pure che tale percentuale sia inferiore a quella effettiva, a causa di una sottovalutazione delle immobilizzazioni da un lato e delle riserve dall'altro, e che sia sopravvalutato il 47,5% dei debiti finanziari a breve, medio e lungo termine, degli effetti passivi, delle obbligazioni e dei debiti commerciali di gestione; l'indebitamento delle imprese resta sempre molto alto, tanto alto da far dipendere il livello della loro attività dalle possibilità di far ricorso al credito. Senonchè sia le società che sono state oggetto di studio da parte del Paccès, sia il gruppo delle società con titoli quotati in borsa si trovano in una situazione di vantaggio rispetto alle altre imprese che non possono far ricorso al mercato finanziario, allargando la base del capitale sociale. Si può quindi ritenere che la maggior parte delle aziende, specialmente le medie e piccole, siano ancor più condizionate dalle possibilità di ottenere crediti a breve termine o addirittura crediti commerciali di gestione.

Quanto alle oscillazioni annue della quota del reddito risparmiato e alle variazioni della propensione media al consumo per effetto dell'espansione della base reddituale dei singoli, basterà citare alcuni dati del recente passato. Sia chiaro che l'attendibilità delle stime sul risparmio è dubbia e che a tali stime non attribuiamo un significato incontrovertibile. Sta di fatto però che per gli anni che vanno dal 1961 al 1965 le variazioni del risparmio netto corrispondono ad un certo modello interpretativo della situazione: nel 1961 la percentuale del risparmio netto sul reddito netto era del 18,8%, nel 1962 si scende al 18,4%, nel 1963 al 16,2%, nel 1964 al 16,4% e al 16,2% nel 1965. Nel 1963 la caduta della propensione media al risparmio ha portato a uno squilibrio, che doveva trovare sfogo o in un'espansione creditizia o in un arresto del processo di sviluppo.

La manovra del credito, sia per sostenere una situazione compromessa dalla riduzione della propensione al risparmio, sia poi per arrestare una situazione inflazionistica, quando ogni possibilità di allargare le maglie dell'espansione monetaria era preclusa dalla necessità di evitare un « avvitamento » critico, rappresentava il solo

(22) F. M. PACCÈS: *Il finanziamento delle società*, in « Atti della Commissione Parlamentare di Inchiesta sui limiti posti alla Concorrenza nel Campo Economico - Studi e Monografie », Vol. VI, Roma, 1965.

strumento possibile ed efficace, data la struttura del nostro sistema economico. Che tale strumento sia stato usato più o meno bene è un'altra questione, tenuto conto che nella manovra monetaria i tempi di attuazione e gli effetti indiscriminati sono aspetti importanti.

Le notevoli oscillazioni che si verificano nella propensione al risparmio netto in Italia hanno effetti di primaria importanza sulle relazioni fra risparmio e investimenti *ex ante*. Se infatti gli investimenti programmati per un periodo non trovano corrispondenza nel risparmio che si forma nel periodo stesso, lo squilibrio che così si determina deve essere colmato con la formazione di risparmio forzoso, cioè con l'inflazione dei prezzi.

Questo quadro delle ragioni per le quali la politica monetaria è in Italia particolarmente efficace preclude vie diverse, eccezion fatta per una politica fiscale che, per essere efficace, deve agire sull'imposizione indiretta, e cioè in pratica sui prezzi.

Si potrà dire che la politica monetaria ha gravi ripercussioni in generale e che, in caso di inflazione pura da costi, non è efficace. Si tratta però di un argomento in sé non decisivo, perchè sarebbe necessario dimostrare che la politica dei redditi è efficace quando l'inflazione proviene dal lato della domanda o da uno squilibrio fra risparmio e investimenti.

L'accusa più grave che anche i nostri AA. muovono alla politica monetaria è che essa crea disoccupazione, il che in certe condizioni è vero. Ma anche la politica dei redditi, se attuata in via permanente, può determinare non soltanto disoccupazione, ma addirittura una stasi dello sviluppo economico. Una politica dei redditi disgiunta da una politica dei prezzi è infatti inattuabile; ma una politica dei prezzi significa, in sostanza, l'introduzione di un dirigismo che modifica alla base il sistema. D'altra parte, se la politica dei redditi non è intesa come un semplice blocco dei salari ma come una politica di contenimento delle richieste di reddito da parte di tutti, imprenditori compresi, allora c'è da chiedersi quali forme di accumulazione possano essere escogitate per sostenere il progresso economico.

Un problema al quale non ci sembra che i sostenitori della politica dei redditi abbiano dato una risposta riguarda la possibilità di mantenere con essa un elevato livello dell'occupazione e soprattutto di consentire la migliore utilizzazione dei fattori produttivi. Se infatti il sistema economico non ha raggiunto la condizione di pieno impiego, la stabilizzazione dei prezzi e dei redditi non costituirà certo il mezzo migliore per creare gli incentivi per il raggiungimento

del pieno impiego, perchè tale stabilizzazione manterrà il livello della domanda globale ad un livello inferiore a quello necessario per assicurare la completa utilizzazione dei fattori produttivi. Se invece la politica dei redditi è applicata ad un sistema che ha già raggiunto il pieno impiego, allora con essa si determinerà soltanto una forte mobilità del lavoro, come è avvenuto da noi fra il 1961 ed il 1963, con la conseguenza che le retribuzioni di fatto aumenteranno in presenza di retribuzioni contrattuali costanti, nel qual caso la politica dei redditi non assicurerà affatto la stabilità dei costi marginali.

Che una politica dei redditi possa essere perseguita senza far ricorso contemporaneamente ad una politica monetaria espansiva rientra nel quadro generale delle illusioni che la prospettiva della politica dei redditi ha diffuso in larghi ambienti economici.

Non è qui il caso di inoltrarsi ulteriormente in questo argomento ma, a scanso di equivoci, dobbiamo al lettore una precisazione. Noi siamo contrari ad una politica dei redditi, la quale, come abbiamo detto, implica anche una politica dei prezzi generalizzata e usata come strumento permanente di dirigismo economico; ciò non significa che, in determinati momenti e di fronte a determinati squilibri del potere di contrattazione delle parti in causa, non si possa intervenire in via eccezionale anche con freni che agiscano su tale potere.

PIETRO BATTARA