

L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti italiana nel breve periodo (*)

1. Introduzione

L'esplosione dei prezzi delle materie prime, e in particolare del petrolio, sta influenzando drammaticamente l'evoluzione dell'economia italiana. Nel primo semestre di quest'anno i prezzi all'importazione sono aumentati di oltre l'80 per cento in confronto allo stesso periodo del 1973 (contro un incremento del 37 per cento dei prezzi all'esportazione), i prezzi ingrosso sono saliti del 41 per cento, la bilancia valutaria di parte corrente ha registrato un disavanzo di circa 4.000 miliardi di lire.

Il passivo nei conti con l'estero è l'effetto, più che dello squilibrio congiunturale tra il volume della domanda e le possibilità della produzione, del peggioramento della ragione di scambio, la cui gravità dipende dalla fragilità strutturale del sistema economico italiano. Infatti, valutando esportazioni ed importazioni ai prezzi del 1972, il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti risulta in pareggio nel 1973 ed è previsto in attivo nel 1974; ne segue che il disavanzo a prezzi correnti, pari a 1.600 miliardi nel 1973 e prevedibile in circa 5-6 miliardi nel 1974, è interamente dovuto al peggioramento della ragione di scambio (1).

Lo squilibrio della bilancia dei pagamenti italiana sta assumendo dimensioni più ampie di quelle riscontrabili negli altri paesi industrializzati a causa della struttura del nostro commercio con l'estero: gravano su questa non solo la completa dipendenza dall'importazione

(*) Questo studio è stato compiuto nell'ambito dei lavori preparatori per la Relazione del Governatore della Banca d'Italia. Gli autori desiderano ringraziare il dr. Antonio Fazio, il prof. Francesco Masera e il prof. Guido M. Rey per le osservazioni e i suggerimenti ricevuti durante la stesura del lavoro; questo riflette, ovviamente, soltanto le opinioni degli autori.

(1) Infatti questo fenomeno è determinato essenzialmente dall'aumento del prezzo del petrolio e delle altre materie prime, la cui domanda presenta una bassa elasticità di prezzo.

per l'approvvigionamento delle materie prime e in particolare delle fonti energetiche, ma anche squilibri strutturali più generali, quali la scarsa presenza dell'industria italiana nei settori a tecnologia più avanzata, che ci rendono nello stesso tempo importatori ed esportatori a basso potere contrattuale. Questi squilibri, determinati dalla mancanza di un'adeguata politica industriale, sono stati accentuati dall'insufficiente tasso di accumulazione realizzato nell'ultimo decennio. L'approfondimento di questo fenomeno esula dagli scopi della presente nota; tuttavia, si può osservare che esso evidenzia l'incapacità del settore pubblico di promuovere un ordinato sviluppo economico, sia realizzando direttamente gli investimenti necessari, sia creando le condizioni perché essi vengano attuati dal settore privato. Al contrario, il vuoto di domanda lasciato dall'insufficiente espansione degli investimenti è stato colmato dai crescenti disavanzi di parte corrente della pubblica amministrazione, la cui inefficienza — sia dal lato del prelievo fiscale sia da quello della spesa — ha permesso a questo processo involutivo di autoalimentarsi (2).

Il presente lavoro si propone di individuare le condizioni per ricostituire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti in modo compatibile con il pieno impiego dei fattori produttivi. Questo obiettivo richiede non solo una sufficiente espansione della domanda mondiale, ma anche l'attuazione di appropriate politiche di struttura, condizioni realizzabili solo nel lungo periodo.

La dimensione del disavanzo della bilancia dei pagamenti impone tuttavia — data la quantità e il costo dei crediti ottenibili dall'estero — una sua consistente riduzione anche nel breve periodo, conseguibile soltanto attraverso il contenimento della domanda interna. Tale contenimento, per essere coerente con le esigenze di lungo periodo sopra menzionate, dovrebbe essere attuato soprattutto mediante una riduzione del disavanzo del settore pubblico tale da far ricadere sui consumi la maggior parte dell'onere dell'aggiustamento.

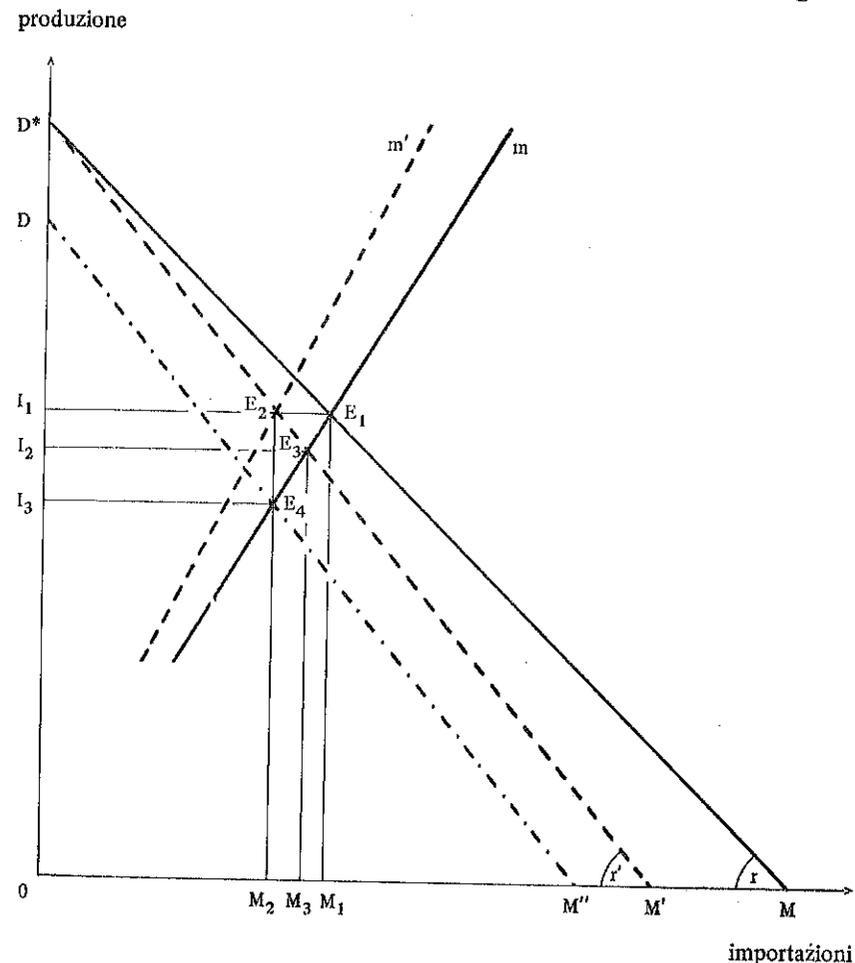
2. Il riequilibrio della bilancia dei pagamenti in condizioni di « pieno impiego »

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti è dunque sostanzialmente strutturale, sia per quanto riguarda la sua causa immediata (deterioramento della ragione di scambio), sia per quanto attiene ai

(2) P. BAFFI, « Il risparmio in Italia, oggi », *Bancaria*, febbraio 1974.

motivi per i quali tale fenomeno ha avuto conseguenze più gravi nel nostro paese. Ciò significa che il livello di utilizzazione dei fattori produttivi congruente con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti è attualmente minore rispetto a quello di « pieno impiego ».

Le condizioni per il mantenimento simultaneo dell'equilibrio esterno e dell'equilibrio interno possono essere illustrate sinteticamente dalla figura seguente (3), nella quale il peggioramento della ragione



(3) È un adattamento di più complessi apparati grafici; cfr. M. F. W. HEMMING e W. M. CORDEN, « Import Restriction as an Instrument of Balance of Payments Policy », *Economic Journal*, settembre 1958; W. M. CORDEN, « The Geometric Representation of Policies to Attain Internal and External Balance », *The Review of Economic Studies*, ottobre 1960.

di scambio appare come una riduzione del prodotto nazionale in termini di importazioni. Il valore della produzione nazionale di « pieno impiego » è OD^* in termini di beni prodotti all'interno ed è OM in termini di beni importati. La retta m approssima la propensione all'importazione a prezzi costanti; per semplificare il grafico, essa è definita come rapporto tra importazioni e domanda interna di prodotti nazionali. Prima della variazione della ragione di scambio vi è equilibrio sia esterno sia interno nel punto E_1 ; infatti, dato il volume delle esportazioni (D^*I_1) e la propensione all'importazione m , una domanda interna di prodotti nazionali inferiore a OI_1 non assicura la piena occupazione, mentre una domanda interna superiore comporta un ammontare di importazioni maggiore di OM_1 e un volume di esportazioni minore di D^*I_1 , determinando un disavanzo della bilancia dei pagamenti.

L'inclinazione r della retta D^*M rappresenta il prezzo delle importazioni in termini di prodotti nazionali; il peggioramento della ragione di scambio aumenta l'inclinazione della retta, che diventa D^*M' . Nel caso in cui le importazioni siano anelastiche rispetto ai prezzi — ipotesi abbastanza vicina alla realtà per quanto riguarda le importazioni italiane di materie prime e fonti energetiche — il deterioramento della ragione di scambio determina un disavanzo nei conti con l'estero pari a $M_1 M_2$ (4).

In questa situazione è possibile ristabilire l'equilibrio esterno mantenendo quello interno soltanto se:

- a) si riduce la propensione all'importazione da m a m' ;
- b) oppure si riduce la domanda interna da OI_1 a OI_2 aumentando nel contempo le esportazioni (in presenza di una sufficiente espansione della domanda mondiale o attraverso l'allargamento della quota delle esportazioni nazionali) da D^*I_1 a D^*I_2 . In questo secondo caso, la deflazione della domanda interna non riduce il livello del reddito e dell'occupazione, ma determina una riallocazione del prodotto nazionale a favore delle esportazioni. I nuovi punti di equilibrio sono E_2 (ipotesi a) e E_3 (ipotesi b). Se invece non è possibile modificare né la propensione all'importazione, né il volume delle esportazioni, il riequilibrio esterno implica necessariamente un livello di prodotto interno inferiore a quello di « pieno impiego ». In tal caso l'equilibrio esterno si trova al punto E_4 , che implica una riduzione della domanda interna e del reddito pari a $I_1 I_3$.

(4) In realtà il disavanzo sarebbe minore, perché il deterioramento della ragione di scambio deprime la domanda interna.

Il problema del riequilibrio della bilancia dei pagamenti si presenta dunque in modo diverso a seconda che si consideri l'equilibrio esterno compatibile con un soddisfacente livello di impiego dei fattori produttivi, oppure l'equilibrio esterno associato al sotto-impiego delle risorse interne, conseguibile senza modificare i parametri strutturali del sistema economico. Il primo può essere realizzato attraverso:

- la riduzione del deterioramento della ragione di scambio;
- l'abbassamento della propensione all'importazione;
- l'aumento delle esportazioni (indotto da una maggiore domanda mondiale o dall'incremento della quota delle esportazioni nazionali).

In assenza di un'adeguata espansione della domanda mondiale, questi obiettivi possono essere perseguiti soltanto mediante appropriate politiche di struttura (politica del commercio estero, industriale, agricola, energetica, ecc.) e il risanamento della pubblica amministrazione che ne è la premessa, la cui analisi esula dai limiti della presente nota. Circa la possibilità di realizzare un miglioramento strutturale della bilancia dei pagamenti attraverso l'aggiustamento del tasso di cambio, si può osservare che, escludendo l'ipotesi estrema di flessibilità « pura », una maggiore flessibilità del cambio presuppone la soluzione del problema del sistema monetario internazionale e un coerente disegno di politica di bilancio e monetaria; in particolare, una svalutazione dovrebbe essere comunque accompagnata da una politica di contenimento della domanda interna, per poter assicurare, oltre all'aumento del reddito, anche una consistente riduzione del disavanzo con l'estero. Nel caso specifico dell'Italia, poi, si possono nutrire dubbi sull'efficacia del metodo di aggiustamento mediante svalutazione, sia per la scarsa elasticità di prezzo delle nostre importazioni, sia perché la maggiore competitività inizialmente attribuita dalla svalutazione alla produzione interna verrebbe rapidamente assorbita dall'inflazione.

3. La riduzione del disavanzo della bilancia dei pagamenti nel breve periodo

Anche se le politiche di struttura sopra accennate venissero iniziate fin d'ora, la correzione dei parametri strutturali necessaria per ricostituire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti mantenendo il pieno impiego richiederebbe un periodo relativamente lungo. La situazione valutaria italiana impone invece interventi immediati:

a fronte di un disavanzo di parte corrente previsto per il 1974 in 5-6 mila miliardi di lire, le riserve ufficiali nette presso la BI-UIIC ammontavano, alla fine del 1973, a 3.292 miliardi di lire, malgrado l'ingente ricorso ai prestiti compensativi. Oltre al vincolo derivante dall'ammontare di credito che le istituzioni internazionali e gli altri paesi sono disposti ad accordare, esiste un vincolo rappresentato dal costo del finanziamento: anche supponendo di ridurre progressivamente il disavanzo, fino ad eliminarlo entro 3-4 anni, il carico di interessi passivi gravante sulle partite correnti potrebbe raggiungere, alla fine di questo periodo, un ordine di grandezza di 1.500 miliardi, mentre si dovrebbe comunque provvedere a rimborsare almeno una parte dei debiti contratti.

Il contenimento del disavanzo della bilancia dei pagamenti rappresenta dunque un vincolo che deve essere soddisfatto anche nel breve periodo. Finché non si producono le modifiche strutturali sopra indicate, e a parità di propensione all'importazione e di valore delle esportazioni, il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti può essere ridotto soltanto mediante il contenimento in termini reali della domanda interna. Se a questo contenimento non corrisponde un ampliamento delle esportazioni, come è plausibile nella situazione presente (5), si verifica un rallentamento della produzione. In tali condizioni il volume del reddito e della occupazione sono determinati dal livello del disavanzo finanziabile.

Il contenimento della domanda interna, pur rappresentando il solo mezzo — nel breve periodo — per realizzare in modo controllato la necessaria riduzione del disavanzo con l'estero, non può di per sé ristabilire le condizioni di equilibrio della bilancia dei pagamenti con il pieno impiego dei fattori produttivi.

Soltanto l'attuazione delle politiche di struttura indicate nel paragrafo precedente può sottrarre gradualmente il sistema economico all'alternativa tra la sotto-occupazione delle risorse e uno sviluppo sostenuto dalle esportazioni attraverso il contenimento dei livelli salariali.

(5) Esula dai limiti di questo lavoro lo studio dell'aggiustamento dei disavanzi petroliferi conseguibile in sede internazionale grazie all'aumento della domanda mondiale, che potrebbe essere indotto sia dall'aggiustamento delle bilance dei pagamenti dei paesi in surplus, sia dalla creazione di riserve di liquidità internazionale, al presente accentrate nei paesi in surplus. Queste possibilità di contenimento degli squilibri o di alleggerimento dell'urgenza dell'aggiustamento — pur non apparendo per ora molto realistiche — sono tanto più importanti nella crisi attuale in quanto essa deriva da mutamenti drammatici sui mercati internazionali (cfr. L. Izzo e L. SPAVENTA, « Alcuni effetti interni ed esterni dell'aumento del prezzo del petrolio », *Moneta e Credito*, marzo 1974).

Il costo in termini di reddito e di occupazione può tuttavia essere ridotto anche nel breve periodo, se il contenimento della domanda interna avviene in modo selettivo, così da essere concentrato sulle componenti della domanda a più elevato contenuto di importazione.

L'ampiezza di questa manovra è tuttavia limitata sia dall'opportunità di non ricorrere oltre un certo limite a misure direttamente protezionistiche, che urtano contro l'opposizione delle istituzioni internazionali e possono generare ritorsioni da parte degli altri paesi, sia dalla difficoltà di realizzare — dato il livello di efficienza della pubblica amministrazione — forme di razionamento mediante misure amministrative.

Nei paragrafi successivi si espongono i risultati di un esercizio inteso a valutare — sulla base di un semplice modello keynesiano riportato in appendice — l'ordine di grandezza degli interventi di politica fiscale e monetaria necessari per ridurre la crescita della domanda interna nella misura sufficiente a contenere il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti nei limiti ritenuti finanziabili. Si suppone che le misure di contenimento siano di carattere generale e che quindi non incidano sulla propensione all'importazione e sulla convenienza ad esportare.

4. Evoluzione spontanea dell'economia nel 1974

E' necessario dapprima formulare un'ipotesi sull'evoluzione « spontanea » o « neutrale » dei flussi reali e finanziari nel 1974 (6). Si tratta di un'« ipotesi » e non di una « previsione », in quanto l'esercizio consiste nel definire i valori delle variabili endogene congruenti — secondo le relazioni funzionali verificate nel passato — con determinati valori delle variabili esogene, che, non potendo essere previsti mediante tecniche econometriche, sono stati semplicemente ipotizzati, sia pure tenendo conto delle informazioni disponibili. Inoltre, nella situazione attuale, anche la stabilità delle relazioni funzionali diventa più incerta, cosicché risulta a maggior ragione necessario

(6) Tale ipotesi, che risale, come il resto del lavoro, al maggio scorso, è ora in parte superata in quanto alcune variabili esogene si stanno evolvendo in modo palesemente diverso da quello ipotizzato nell'esercizio. Così, ad esempio, l'aumento dei prezzi impliciti nelle importazioni di merci e servizi è molto maggiore rispetto a quello a suo tempo ipotizzato, cosicché anche la dinamica inflazionistica interna risulta più accentuata di quella descritta nell'ipotesi (A) della tav. 1.

IPOTESI SULL'EVOLUZIONE
 (miliardi di lire)

VOCI	1973	(A)			
	Valori	Valori	Variaz. % sul 1973		
			valore	quantità	prezzo
Consumi privati	51.784	62.100	19,9	2,5	17,0
Consumi pubblici	11.772	13.800	17,2	3,0	13,8
Investimenti	18.621	22.830	22,5	2,0	20,0
di cui: fissi	17.035	21.870	28,4	7,0	20,0
scorte	1.586	960			
Domanda interna	82.177	98.730	20,1	2,4	17,3
Esportazioni	18.034	23.500	30,3	8,5	20,1
Importazioni	19.637	28.500	45,1	5,0	38,2
Reddito nazionale lordo	80.574	93.730	16,3	3,4	12,5
Saldo BPC	-1.603	-5.000			
Aumento «ex-ante» del prelievo fiscale (1)					

(A) Evoluzione «spontanea». Tali ipotesi, formulate il maggio scorso, sono ora in parte superate. In particolare, secondo le previsioni più aggiornate, gli incrementi dei prezzi dei consumi privati e, soprattutto, delle esportazioni e degli investimenti dovrebbero essere sensibilmente maggiori, dato il più forte aumento dei prezzi all'importazione (55-60 anziché 38 per cento) e il più rapido sviluppo del processo inflazionistico interno. Di conseguenza anche l'aumento del deflatore implicito del reddito dovrebbe essere più elevato di 2-3 punti percentuali.

(B) Evoluzione teorica compatibile con una riduzione del disavanzo della bilancia dei pagamenti pari a

disporre di un quadro di riferimento sull'andamento «spontaneo» dell'economia, nella convinzione che la procedura usata sia in ogni caso preferibile ad una mera estrapolazione.

In assenza di ulteriori provvedimenti restrittivi, si può ipotizzare che il 1974 sarebbe caratterizzato da una espansione del reddito del 3-4 per cento in termini reali, risultante da un incremento dell'8-9 per cento delle esportazioni e del 2-3 per cento della domanda interna (tav. 1, ipotesi A). Quest'ultima verrebbe sostenuta, oltre che dalle esportazioni, dalla realizzazione dei programmi di investimento avviati in un periodo di più favorevoli aspettative e dall'aumento del disavanzo del settore pubblico.

 DEI FLUSSI REALI NEL 1974
 (di lire)

TAV. 1

VOCI	(B)				(C)			
	Valori	Variaz. % sul 1973			Valori	Variaz. % sul 1973		
		valore	quantità	prezzo		valore	quantità	prezzo
Consumi privati	56.830	9,7	-6,2	17,0	57.820	11,7	-4,6	17,0
Consumi pubblici	13.800	17,2	3,0	13,8	13.800	17,2	3,0	13,8
Investimenti	21.430	15,1	-4,3	20,0	20.280	8,9	-9,4	20,0
di cui: fissi	20.590	20,9	0,7	20,0	19.660	15,4	-3,8	20,0
scorte	840				620			
Domanda interna	92.060	12,0	-4,7	17,5	91.900	11,8	-4,7	17,3
Esportazioni	23.500	30,3	8,5	20,1	23.500	30,3	8,5	20,1
Importazioni	26.500	35,0	-2,5	38,2	26.500	35,0	-2,5	38,2
Reddito nazionale lordo	89.060	10,5	-1,7	12,5	88.900	10,3	-1,7	12,3
Saldo BPC	-3.000				-3.000			
Aumento «ex-ante» del prelievo fiscale (1)	3.700				2.000			

2.000 miliardi, ottenuto con l'aumento del prelievo fiscale netto sul reddito delle famiglie, nell'ipotesi che le restrizioni fiscali avvengano dall'inizio dell'anno.

(C) Evoluzione teorica compatibile con una riduzione del disavanzo della bilancia dei pagamenti pari a 2.000 miliardi, ottenuto sia con l'aumento del prelievo fiscale sul reddito delle famiglie sia con una minore creazione di base monetaria attraverso le operazioni con le aziende di credito, nell'ipotesi che le restrizioni fiscali e monetarie avvengano dall'inizio dell'anno.

(1) Si intende l'aumento iniziale, al lordo della diminuzione determinata endogenamente dalla riduzione del reddito. Tale aumento è riferito al prelievo fiscale dell'ipotesi (A).

Il tasso di inflazione dovrebbe registrare un ulteriore peggioramento, sotto la spinta di un incremento dei prezzi all'importazione nell'ordine del 40 per cento, che segue quello del 23 per cento già avvenuto lo scorso anno. In assenza di vincoli posti dalla concorrenza internazionale e dal mantenimento di qualche forma di controllo dei prezzi, la rigidità dei margini di profitto e nuove rivendicazioni salariali potrebbero avvicinare il tasso di aumento dei prezzi interni a quello dei prezzi all'importazione. Supponendo invece un tasso di cambio della lira sufficientemente stabile, un controllo flessibile ma efficace dei prezzi, un incremento dei livelli retributivi non maggiore di quello derivante dalla scala mobile e dagli accordi già sottoscritti,

l'aumento dei prezzi impliciti nei consumi privati e negli investimenti potrebbe essere contenuto, rispettivamente, entro valori nell'ordine del 17 e 20 per cento. Tali aumenti, dato l'ulteriore peggioramento della ragione di scambio, si tradurrebbero in un incremento dei prezzi impliciti del reddito nazionale di appena il 12,5 per cento (7).

La conseguenza più grave del peggioramento della ragione di scambio non è tuttavia l'inflazione, ma l'enorme aumento del disavanzo dei conti con l'estero che si verificherebbe anche in presenza di un'espansione della domanda interna di appena il 2,4 per cento; come già detto, a fronte di un miglioramento del saldo a prezzi costanti, in assenza di provvedimenti specifici di politica economica, nel 1974 il disavanzo a prezzi correnti raggiungerebbe 5-6 mila miliardi, contro 1.600 nel 1973.

Questo andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti causerebbe la distruzione di base monetaria per un corrispondente ammontare, cui si sommerebbe l'effetto dei movimenti di capitali, nell'ipotesi che i prestiti compensativi vengano sterilizzati. Un altro assorbimento di base per circa 1.000 miliardi dovrebbe essere determinato dalla costituzione dei depositi a fronte di importazioni, come previsto dal provvedimento adottato nel mese di maggio, tenendo conto della possibilità del finanziamento del deposito da parte dei non residenti (tav. 2).

La distruzione di base monetaria tramite le operazioni con l'estero è a fronte dell'eccedenza di attività finanziarie create dal Tesoro. Pur continuando ad assumere, per il 1974, un disavanzo di cassa del Tesoro di 9.200 miliardi, la creazione di base monetaria richiesta per finanziare il fabbisogno del Tesoro dovrebbe raggiungere 8.000 miliardi, oltre alla raccolta postale; l'impossibilità di rinnovare parte dei titoli del Tesoro in scadenza spiega la maggiore creazione di base monetaria rispetto a quella prevista (7.200 miliardi) in occasione della richiesta di prestito al FMI.

Per assicurare la coerenza tra i flussi finanziari e quelli reali — qualora le aziende di credito riducano di 150 miliardi la liquidità bancaria — il rifinanziamento della BI-UIC dovrebbe aumentare, nel 1974, di 1.300 miliardi (tav. 2). La base monetaria creata consenti-

(7) In conseguenza del più forte incremento dei prezzi impliciti sulle importazioni di merci e servizi (prevedibile attualmente nel 55-60 anziché nel 38 per cento) e del più rapido sviluppo del processo inflazionistico interno, gli aumenti dei prezzi dei consumi privati e, soprattutto, degli investimenti e delle esportazioni saranno sensibilmente maggiori. Anche l'aumento del deflatore implicito del reddito sarà, di conseguenza, più elevato.

IPOTESI SULL'EVOLUZIONE DELLA BASE MONETARIA
(miliardi di lire)

TAV. 2

VOCI	marzo '73 marzo '74 valori osservati (*)	Ipotesi di flussi annuali (1)		
		spontanea (2)	politica fiscale	politica fiscale e monetaria
		A	B	C
Estero: partite correnti della bilancia dei pagamenti (3)	- 2.500	- 5.000	- 3.000	- 3.000
Tesoro (al netto dei depositi postali)	5.900	8.000	4.800	6.200
Aziende di credito: finanziamento BI-UIC	1.000	1.300	1.300	300
Altri settori (4)	- 1.100	- 1.400	- 1.100	- 900
Totale (5)	3.300	2.900	2.000	2.000
Circolante	1.600	1.750	1.200	1.150
Aziende di credito	1.700	1.150	800	850
Riserve obbligatorie	1.950	1.300	950	1.100
Riserve libere	- 250	- 150	- 150	- 250

(*) Dati stimati. (1) Riferiti alle dimensioni delle variabili reali nelle ipotesi di cui alla tav. 1. In particolare, i flussi delle ipotesi B) e C) sono stati calcolati assumendo che le politiche monetarie e fiscali di contenimento della domanda comincino a operare all'inizio del periodo e procedano, sino a raggiungere l'ordine di grandezza desiderato, linearmente nel corso dell'intero anno. (2) Tenendo conto dell'effetto del provvedimento sulle importazioni. (3) Al netto di una valutazione dei movimenti di capitale registrati tra le partite correnti della bilancia valutaria. (4) Includono i movimenti di capitale, i depositi a fronte dei prestiti compensativi, la variazione della posizione netta delle aziende di credito sull'estero, i depositi vincolati a fronte di importazioni e gli altri rapporti minori. (5) Al netto dei depositi postali.

rebbe uno sviluppo dei depositi bancari (del pubblico e degli istituti speciali) dell'ordine di 10.800 miliardi, con una sensibile flessione rispetto a quello del 1973 e dei 12 mesi terminanti a marzo 1974. Poiché si può prevedere che le aziende di credito sottoscrivano 2.600 miliardi di titoli a reddito fisso, l'espansione degli impieghi bancari potrebbe essere dell'ordine di 8.800 miliardi (tav. 3), coerente con la domanda di prestiti bancari, ma superiore a quella consentita dai « massimali » sul credito fissati per l'anno terminante a marzo 1975. La divergente evoluzione tendenziale dei depositi e degli impieghi è connessa con l'andamento della bilancia dei pagamenti.

La domanda di impieghi sconta anche l'effetto del maggiore fabbisogno di finanziamento delle imprese determinato dall'obbligo

IPOTESI SULL'EVOLUZIONE DELLE ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DELLE
AZIENDE DI CREDITO
(miliardi di lire)

VOCI	marzo '73 marzo '74 valori osservati (*)	Ipotesi di flussi annuali (1)		
		spontanea	politica fiscale	politica fiscale e monetaria
		A	B	C
ATTIVITÀ				
Liquidità	— 250	— 150	— 150	— 250
Riserve obbligatorie	2.950	2.250	1.700	1.950
<i>Base monetaria</i>	1.950	1.300	950	1.100
<i>Titoli a lunga</i>	1.000	950	750	850
Titoli	5.100	2.600	2.600	2.600
Impieghi	8.700	(2) 8.800	(3) 6.550	(3) 6.000
Tota, e	16.500	13.500	10.700	10.300
PASSIVITÀ				
Crediti da BI-UIC	1.000	1.300	1.300	— 300
Depositi (4)	13.400	10.800	8.000	9.200
<i>Pubblico</i>		12.200	9.400	10.600
<i>Istituti di credito speciale</i>		— 1.400	— 1.400	— 1.400
Altre voci	2.100	1.400	1.400	1.400

(*) Dati stimati. (1) Riferiti alle dimensioni delle variabili reali nelle ipotesi di cui alla tav. 1. In particolare, i flussi delle ipotesi B) e C) sono stati calcolati assumendo che le politiche monetarie e fiscali di contenimento della domanda comincino a operare all'inizio del periodo e procedano, sino a raggiungere l'ordine di grandezza desiderato, linearmente nel corso dell'intero anno. (2) Inclusi 1.000 miliardi per depositi a fronte di importazioni. (3) Inclusi 900 miliardi per depositi a fronte di importazioni. (4) In tutte le ipotesi l'offerta di depositi è inferiore alla quantità domandata; l'intermediazione delle aziende di credito è pertanto limitata dalla disponibilità di base monetaria, per dati tassi di interesse.

del deposito da versare a fronte delle importazioni; in particolare, ciò determinerebbe un tasso di crescita della domanda di impieghi da parte degli importatori più elevato di quello medio. Poiché l'espansione degli impieghi è vincolata da un « massimale », in presenza di una situazione generale di eccedenza di domanda di credito, potrebbero non essere disponibili crediti sufficienti a finanziare il volume di importazioni previsto in questa ipotesi, sia pur tenendo conto della quota di depositi che potrebbe venire versata da non residenti.

5. Contenimento della domanda interna mediante la politica fiscale

Per contenere il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti entro il limite di 3-4 mila miliardi, e quindi per ridurre — nel corso di un anno — di 2.000 miliardi il disavanzo che si determinerebbe in assenza di interventi, sarebbe necessario ridurre di 7 punti percentuali l'aumento « spontaneo » in termini reali della domanda interna; questa, in altri termini, dovrebbe diminuire del 4,7 per cento rispetto al 1973 (8) anziché aumentare del 2,4 (tab. 1, ipotesi B). Tale affermazione implica, in particolare, che:

— non siano possibili — nel brevissimo periodo — interventi intesi a incidere selettivamente sulla propensione all'importazione e sulla convenienza ad esportare;

— esista anche nell'ipotesi « spontanea » un sufficiente margine di capacità produttiva disponibile, cosicché le esportazioni — dipendendo in tal caso essenzialmente dalla domanda mondiale — possano considerarsi esogene rispetto alla domanda interna;

— l'inflazione sia determinata soprattutto dall'aumento dei costi, in particolare delle merci importate, e che quindi non venga attenuata dal contenimento della domanda interna;

— valgano le relazioni economiche descritte nel modello riportato in appendice;

— il contenimento della domanda interna proceda linearmente in corso d'anno.

In tali condizioni, il contenimento della domanda interna determina una riduzione del reddito e delle importazioni pari rispettivamente al 5 e al 7,5 per cento in termini reali rispetto all'andamento « spontaneo »; la diminuzione delle importazioni, dati i prezzi, è quella necessaria per realizzare un risparmio valutario di 2.000 miliardi.

Una riduzione di queste dimensioni del reddito rispetto alla sua evoluzione tendenziale, se mantenuta per 1-2 anni, potrebbe compor-

(8) Nell'esercizio si assume che i provvedimenti di politica fiscale e monetaria siano stati decisi in tempo utile per manifestare i loro effetti dall'inizio del 1974. Le ipotesi (B) e (C) della tav. 1 sono quindi *teoriche*, conformemente allo scopo dell'esercizio che non si propone di formulare una previsione « normativa » per il 1974, ma di indicare l'ordine di grandezza degli interventi di politica fiscale e monetaria necessari per contenere il disavanzo con l'estero nella misura desiderata.

tare una caduta dell'occupazione dell'ordine di mezzo milione di unità rispetto al livello attuale.

L'onerosità dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti dipende non solo dall'entità del peggioramento della ragione di scambio, ma anche dal rallentamento della domanda mondiale, dovuto in parte alla scarsa capacità di assorbimento dei paesi produttori di materie prime e di petrolio in particolare. Infatti, se il vuoto lasciato dalla contrazione della domanda interna fosse colmato da una maggiore espansione delle esportazioni, non solo non vi sarebbe caduta del reddito e dell'occupazione, ma anche il contenimento della domanda interna potrebbe essere molto minore.

Circa gli strumenti di politica economica utilizzabili, si è supposto innanzi tutto di comprimere il livello della domanda interna mediante l'aumento del prelievo fiscale netto sul reddito delle famiglie. In questo modo l'effetto restrittivo si esplica direttamente sui consumi privati e da questi si diffonde agli investimenti. L'ordine di grandezza del prelievo « esogeno » necessario, calcolato secondo il modello riportato in appendice, è di circa 3.700 miliardi; la riduzione del disavanzo pubblico è però solo di circa 2.400 miliardi, perché la contrazione del reddito e soprattutto dei consumi privati indotta dal provvedimento comporta un minor gettito « endogeno » di 1.300 miliardi.

Secondo questi risultati, un incremento delle imposte dirette sul reddito delle famiglie (o una diminuzione dei trasferimenti alle famiglie) di 1.000 miliardi provocherebbe un minore incremento, in termini reali, della domanda interna e del reddito pari rispettivamente a 1,8 e 1,3 per cento in confronto all'andamento « spontaneo » e una riduzione di 540 miliardi del disavanzo con l'estero. Pertanto, in presenza di esportazioni anelastiche rispetto alle variazioni della domanda interna, è necessario ridurre di un punto percentuale l'incremento del reddito reale per migliorare di 400 miliardi il saldo della bilancia dei pagamenti. In una situazione di più elevato utilizzo della capacità produttiva e di domanda mondiale in forte espansione, come quella che ha caratterizzato l'economia italiana nel 1973, il miglioramento del disavanzo con l'estero realizzabile riducendo dell'uno per cento la crescita del reddito in termini reali sarebbe stato invece maggiore, perché oltre al contenimento delle importazioni sarebbe presumibilmente avvenuta anche una maggiore espansione delle esportazioni.

La creazione di base monetaria tramite le operazioni del Tesoro diminuisce in misura corrispondente alla riduzione del disavanzo pubblico (2.400 miliardi); si può ipotizzare che la flessione della domanda aggregata e perciò la minore domanda di credito, accompagnata da un'attenuazione delle aspettative inflazionistiche, possano consentire di coprire il fabbisogno del Tesoro anche mediante emissione di titoli: ciò potrebbe determinare un'ulteriore diminuzione della creazione di base monetaria per circa 800 miliardi, nel caso si tenda a riadeguare la composizione delle forme di copertura a quella precedentemente prevista. In corrispondenza, si riduce la distruzione di base monetaria tramite le operazioni con l'estero per circa 2.000 miliardi (tav. 2).

In questa ipotesi, compito della politica monetaria sarebbe quello di consentire la creazione di mezzi di pagamento nella dimensione richiesta dal più basso livello della domanda interna. Il prelievo fiscale sul reddito disponibile delle « famiglie » dovrebbe determinare una sensibile flessione della base monetaria domandata dal pubblico; il rifinanziamento delle aziende di credito per 1.300 miliardi, in presenza di una riduzione della liquidità bancaria di 150 miliardi, consentirebbe un aumento della base monetaria delle banche in misura tale da permettere una crescita dei depositi per 8.000 miliardi circa (tav. 3). Fermo restando il vincolo di bilancio imposto alle aziende di credito per quanto concerne la sottoscrizione di titoli, questa crescita dell'intermediazione bancaria consentirebbe un'espansione degli impieghi di 6.600 miliardi circa, pressoché pari all'ammontare di prestiti bancari che il pubblico domanderebbe, dato il livello della domanda aggregata e il valore assunto dalle altre variabili in questa ipotesi. Questa espansione degli impieghi bancari sarebbe inferiore di 2.250 miliardi rispetto all'evoluzione « spontanea » (tav. 3), e sarebbe minore anche rispetto a quella compatibile con il rispetto dei « massimali » sul credito scadenti a marzo 1975.

6. Contenimento della domanda interna mediante la politica fiscale e monetaria

Si è infine ipotizzato che il contenimento della domanda interna venga realizzato dalla politica fiscale e monetaria congiuntamente. In particolare si è cercato di valutare, supponendo un aumento del prelievo netto sul reddito delle famiglie di 2.000 miliardi, il minore flusso

di base monetaria da creare per contenere gli investimenti entro un livello compatibile con il volume di domanda interna desiderato. Mediante l'ipotizzato maggiore prelievo fiscale — a parità di spesa e tenendo conto della flessione « endogena » del gettito fiscale — il Tesoro diminuisce il disavanzo di circa 1.000 miliardi: la creazione di base monetaria tramite il Tesoro si ridurrebbe, rispetto all'evoluzione « spontanea », sia in corrispondenza al minore disavanzo sia per altri 800 miliardi al fine di riequilibrare la composizione delle forme di copertura del fabbisogno.

In questo caso — al fine di conseguire gli stessi risultati dell'ipotesi precedente (B), in termini di partite correnti della bilancia dei pagamenti — la politica monetaria deve essere restrittiva: le aziende di credito dovrebbero rimborsare finanziamenti alla BI-UIIC per 300 miliardi (tav. 2) e la creazione di base monetaria, esclusi i depositi postali, dovrebbe essere contenuta in 2.000 miliardi circa. La liquidità bancaria si ridurrebbe in misura maggiore rispetto alla flessione prevista nelle ipotesi precedenti, per la più accentuata dinamica dei tassi d'interesse; l'espansione dei depositi dovrebbe essere non superiore a 9.000-9.200 miliardi e l'offerta di impieghi non superiore a 6.000 miliardi (tav. 3). Ciò determinerebbe un sensibile aumento dei tassi di interesse e la caduta degli investimenti; nel breve periodo, l'espansione dei prestiti bancari sarebbe limitata dallo sviluppo dell'offerta.

L'espansione degli impieghi è inferiore di circa 2.800 miliardi rispetto all'evoluzione « spontanea ». La flessione è maggiore rispetto a quella prevista nell'ipotesi di contenimento della domanda mediante politica fiscale in quanto l'impatto immediato della politica monetaria avviene essenzialmente sugli investimenti, per trasmettersi successivamente ai consumi.

La domanda di impieghi tende a diminuire in misura inferiore rispetto alla flessione degli investimenti e del reddito in conseguenza della caduta del risparmio delle imprese.

7. Conclusioni

Si ritiene importante sottolineare che la crisi della bilancia dei pagamenti italiana è fondamentalmente derivata dal peggioramento della ragione di scambio e che la sua gravità va collegata agli squilibri strutturali interni, anche se gli effetti di questi elementi sono stati ampliati dalla fase espansiva del ciclo e da fenomeni speculativi.

A fronte di queste cause non modificabili nel breve periodo, le difficoltà di finanziare mediante indebitamento all'estero disavanzi imponenti e l'onerosità di tale soluzione richiedono un contenimento immediato dei disavanzi di bilancia dei pagamenti. Nel breve periodo non v'è alternativa all'accettazione di una flessione della domanda interna, che implica un livello di produzione inferiore a quello di pieno impiego dei fattori produttivi.

Nei paragrafi iniziali di questo lavoro si è sostenuto che mere politiche di controllo generalizzato della domanda sono insufficienti a ristabilire le condizioni di equilibrio esterno e interno, occorrendo a tal fine rimuovere le cause della vulnerabilità strutturale del sistema economico italiano.

In particolare, circa la direzione nella quale deve operare — nell'immediato — la politica fiscale, si sono raggiunte conclusioni contrastanti con quelle di precedenti analisi (9), le quali erano condizionate essenzialmente dai seguenti elementi:

1) la sottovalutazione sia dell'ampiezza dei disavanzi della bilancia dei pagamenti italiana, sia delle difficoltà (e oneri) dell'indebitamento all'estero, che hanno invece posto un problema di finanziabilità del deficit nei rapporti con l'estero nel brevissimo periodo;

2) lo scarso rilievo dato agli squilibri strutturali interni e l'ottimismo sulla realizzabilità nel breve periodo di efficaci provvedimenti amministrativi hanno impedito di avvertire che il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, con la piena occupazione delle risorse interne, può essere conseguito soltanto nel medio periodo mediante la ristrutturazione della domanda e della produzione, che consenta di abbassare la propensione all'importazione e di aumentare il valore delle esportazioni;

3) tra la fine del 1973 e la prima parte del 1974, l'effetto deflazionistico del deterioramento della ragione di scambio veniva di fatto compensato da impulsi inflazionistici interni e in particolare dall'eccezionale dilatazione dei disavanzi di parte corrente della Pubblica Amministrazione.

Un secondo aspetto che il presente lavoro ha posto in rilievo concerne gli effetti dei diversi strumenti impiegati per il controllo della domanda; più precisamente, il diverso impatto della politica

(9) Cfr., ad esempio, gli articoli di N. ANDREATTA sul « Corriere della Sera », del 2 gennaio e del 1° febbraio 1974.

fiscale e di quella monetaria sulla composizione delle risorse impiegate. Si è voluto sottolineare che la maggiore incidenza negativa sugli investimenti della politica monetaria, rispetto a quella fiscale, non è solo di breve periodo: è vero che alla riduzione iniziale dei consumi segue, via deceleratore, quella degli investimenti; però, se obiettivo immediato è la riduzione dello squilibrio esterno, il livello dei tassi di interesse diviene molto più elevato allorché è la sola politica monetaria a svolgere il ruolo attivo di restrizione, rispetto al caso in cui il ruolo di contenimento della domanda è svolto da maggiori entrate fiscali. Ciò significa che l'allargamento del prelievo fiscale rende meno difficoltosa la successiva ripresa dell'accumulazione del capitale, condizione necessaria per riavvicinarsi al pieno impiego delle risorse interne.

FRANCO COTULA e PAOLO GNES

APPENDICE (*)

(*) I modelli econometrici utilizzati vengono presentati in questa appendice in forma generale e semplificata, al fine di rendere più facilmente intellegibile lo schema di ragionamento e maggiormente espliciti i limiti dei risultati raggiunti.

I - SETTORE REALE (1)

- 1) Bilancio della formazione e degli impieghi delle risorse:
 $y + m = c + i + \bar{g} + x$

- 2) Definizione del reddito a prezzi correnti:
 $Y = c \cdot \bar{p}_c + i \cdot \bar{p}_i + \bar{g} \cdot \bar{p}_g + x \cdot \bar{p}_x - m \cdot \bar{p}_m$

- 3) Funzione del consumo:

$$c = \alpha \frac{Y - T}{\bar{p}_c}$$

- 4) Funzione degli investimenti:

$$i = \beta_1 + \beta_2 \frac{y_i}{\hat{y}_i}$$

- 5) Funzione delle importazioni

$$\dot{m} = \gamma \dot{y}$$

- 6) Funzione delle esportazioni:

$$x = \delta_1 + \delta_2 \bar{xw} - \frac{\delta_3}{\hat{y}_i - y_i}$$

- 7) Struttura dell'offerta:

$$y_i = \varepsilon_1 + \varepsilon_2 y - \varepsilon_3 m - \bar{y}_e$$

- 8) Funzione delle entrate tributarie:

$$T = \bar{T}_o + \tau_1 c \cdot \bar{p}_c + \tau_2 \cdot f(y, \bar{p}_c)$$

- 9) Bilancia dei pagamenti di parte corrente:

$$PC = x \cdot \bar{p}_x - m \cdot \bar{p}_m$$

(1) Le equazioni di comportamento di questo modello sono state costruite utilizzando i parametri del più complesso modello del settore reale e fiscale della Banca d'Italia, in corso di pubblicazione. Le variabili esogene sono soprascritte con una sbarra, quelle strumentali con due sbarre.

Legenda

Variabili endogene

- 1) y = reddito nazionale lordo, prezzi costanti
 2) c = consumi privati nazionali, prezzi costanti
 3) i = investimenti lordi totali, prezzi costanti
 4) x = esportazioni di merci e servizi, prezzi costanti
 5) m = importazioni di merci e servizi, prezzi costanti
 6) Y = reddito nazionale lordo, prezzi correnti
 7) T = entrate tributarie al netto dei trasferimenti
 8) PC = saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti
 9) y_i = prodotto lordo industriale, prezzi costanti

Variabili esogene

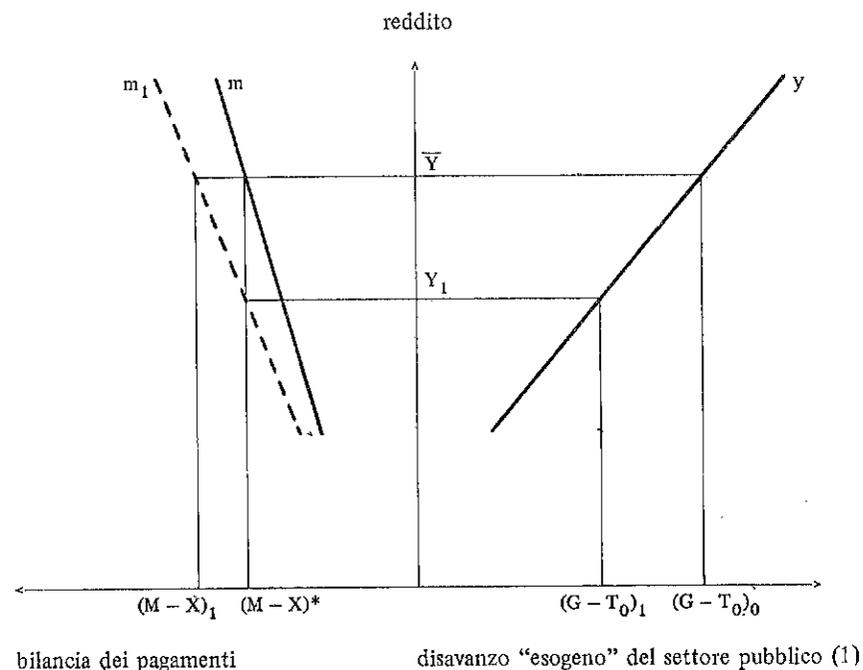
- 1) g = consumi pubblici, prezzi costanti
 2) p_c = prezzi impliciti nei consumi privati
 3) p_i = prezzi impliciti negli investimenti
 4) p_g = prezzi impliciti nei consumi pubblici
 5) p_x = prezzi impliciti nelle esportazioni
 6) p_m = prezzi impliciti nelle importazioni
 7) T_o = imposte dirette al netto dei trasferimenti
 8) \hat{y}_i = capacità produttiva dell'industria
 9) y_e = prodotto lordo agricoltura, fabbricati e PA, prezzi costanti
 10) xw = domanda mondiale, prezzi costanti

L'esercizio è stato effettuato fissando esogenamente PC al livello desiderato; poiché è presumibile che $\hat{y}_i - y_i$ assuma nel 1974 un valore relativamente elevato, x è praticamente anelastico rispetto alle variazioni di y . In tal caso, dati x , p_x e p_m , la equazione (9) definisce m , che determina a sua volta y attraverso la (5). Fissati y_i dalla (7) e i dalla (4), la (1) definisce il valore di c congruente con il livello desiderato del reddito e quindi delle importazioni. Essendo T dato dalla (2), la (3) vincola T al livello necessario per ridurre il reddito disponibile al valore compatibile con c . La (8) infine indica l'aumento di T_o (e cioè l'aumento « discrezionale » del prelievo fiscale netto) necessario per assicurare l'espansione di T fissata dalla (3) compensando la caduta di

gettito « automatica » delle imposte endogene (essenzialmente imposte indirette e contributi sociali). La struttura del modello resta quindi immutata ma viene utilizzata per determinare endogenamente il valore di T_0 (che concettualmente resta ovviamente esogeno) compatibile con il livello desiderato di PG (che è considerato esogeno solo ai fini del calcolo di T_0).

Questo schema di ragionamento può essere illustrato sinteticamente dalla figura seguente. Nella parte sinistra del grafico viene raffigurata schematicamente la relazione tra saldo della bilancia dei pagamenti e reddito (equazioni 5 e 6), nella sezione di destra viene raffigurata la relazione tra reddito e disavanzo « esogeno » della pubblica amministrazione, calcolata risolvendo il modello in forma parametrica. In pratica la retta y rappresenta « il moltiplicatore » di una diminuzione « discrezionale » del gettito delle imposte dirette (o di un aumento dei trasferimenti alle famiglie), dati i valori delle altre variabili esogene.

Prima del peggioramento della ragione di scambio, la relazione tra disavanzo della bilancia dei pagamenti e reddito era rappresentata dalla retta m . In corrispondenza del reddito di pieno impiego \bar{Y} , si sarebbe verificato un disavanzo $(M - X)^*$, compatibile con l'equilibrio di medio



bilancia dei pagamenti

disavanzo "esogeno" del settore pubblico (1)

(1) Spesa pubblica al netto delle imposte indipendenti, nel breve periodo, dell'andamento del reddito.

periodo della bilancia dei pagamenti. Il disavanzo della P.A. congruente con questo livello di reddito (dati i valori delle altre variabili esogene) era $(G - T_0)_0$.

Il deterioramento della ragione di scambio si traduce in un aumento della propensione all'importazione in termini monetari, quindi la relazione tra disavanzo con l'estero e reddito diventa la m_1 . Per mantenere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti il reddito deve ridursi a Y_1 e il disavanzo pubblico a $(G - T_0)_1$ (2). In altri termini, finché non si riesce a riportare la m_1 verso la m con appropriate politiche di struttura, la bilancia dei pagamenti rappresenta un vincolo allo sviluppo del reddito e al mantenimento dell'occupazione.

II - SETTORE MONETARIO

Per calcolare i flussi finanziari si è utilizzato un nucleo del modello del settore finanziario limitato a *tre mercati*:

- mercato della base monetaria;
- mercato dei depositi bancari;
- mercato degli impieghi bancari.

Viene considerato il comportamento complessivo del *settore aziende di credito*; l'analisi del comportamento del *pubblico* è limitata ai tre mercati presi in esame.

Il presente schema logico è ricavato direttamente dai modelli più complessi elaborati nel corso degli ultimi anni (3), ed è composto da otto equazioni; in termini generali e semplificati (4):

1m) Bilancio della base monetaria:

$$\overline{\text{FIN}}_{bi}^{ac} = -(\overline{\text{BP}} - \overline{\text{PNE}}) - [(\overline{\text{BMTES}} - \overline{\text{TRF}}_{bi}) + \overline{\text{TRF}}_{bi}] - \overline{\text{AS}} + \overline{\text{CIRC}}_p + \overline{\text{ROBM}}_{ac} + \overline{\text{LB}}_{ac}$$

2m) Domanda di circolante del pubblico:

$$\overline{\text{CIRC}}_p = a + \alpha_1 \overline{Y}_1 + \alpha_2 (\overline{Y} - \overline{Y}_1) - \alpha_3 \overline{r}_{ab}$$

(2) In realtà la riduzione del disavanzo dovrebbe essere minore, in quanto l'aumento della propensione all'importazione riduce il valore del « moltiplicatore » e determina quindi uno spostamento verso destra della y .

(3) In particolare: A. FAZIO, *Base monetaria, credito e depositi bancari*. Ente Einaudi, Roma, 1968; id.: « Monetary Base and the Control of Credit in Italy » in *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, June 1969. BANCA D'ITALIA, *Modello MIBI, settore monetario e finanziario*, Roma, gennaio 1970. F. MODIGLIANI, F. COTULA, *Un'analisi empirica dei flussi finanziari e della composizione della ricchezza finanziaria dell'Economia*, Moneta e Credito, marzo-giugno 1973.

(4) Le variabili esogene sono soprarsegnate con una sbarra e quelle strumentali con due. Ogni attività finanziaria ha l'indicazione del settore creditore (il simbolo in basso) e del settore debitore (in alto); i simboli sono: p = pubblico; ac = aziende di credito; bi = Banca d'Italia; tes = Tesoro, Cassa DDPP e Aziende Autonome; ics = istituti di credito speciale.

3m) Domanda di liquidità da parte delle aziende di credito:

$$LB_{ac} = b + \beta_1 DEP_{ac} - \beta_2 r_{imp}$$

4m) Offerta di depositi bancari:

$$DEP_p^{ac} = \frac{ROBM_{ac}}{k_1} - DB_{ies} \text{ sotto la condizione che } DEP_p^{ac} \leq DEP_p^d$$

5m) Titoli a reddito fisso in riserva obbligatoria:

$$ROT_{ac} = \bar{k}_2 DEP_p^{ac}$$

6m) Bilancio delle aziende di credito:

$$DEP_p^{ac} + \overline{DB}_{ies}^{ac} + \overline{FIN}_{bi}^{ac} + \overline{PNE} - LB_{ac} - ROBM_{ac} - ROT_{ac} + AC - \overline{TRF}_{ac} = IMP_{ac}^{off}$$

7m) Domanda di impieghi da parte del pubblico:

$$IMP_{ac}^d = d + \delta_1 \bar{Y} + \delta_2 \bar{I}_p - \delta_3 \bar{PR} - \delta_4 r_{imp}$$

8m) Condizione di equilibrio degli impieghi bancari:

$$IMP_{ac}^d = IMP_{ac}^{off} = IMP_{ac}^p$$

Legenda

Variabili endogene

- 1) $ROBM_{ac}$ = riserva obbligatoria in base monetaria
- 2) $CIRC_p$ = circolante in mano al pubblico
- 3) LB_{ac} = liquidità delle aziende di credito
- 4) DEP_p^{ac} = depositi bancari del pubblico
- 5) ROT_{ac} = riserva obbligatoria in titoli
- 6) IMP_{ac}^{off} = impieghi bancari offerti
- 7) IMP_{ac}^d = impieghi bancari domandati
- 8) r_{imp} = tasso di interesse sugli impieghi

Variabili esogene

- FIN_{bi}^{ac} = finanziamenti della Banca d'Italia alle aziende di credito (5)
- BP = saldo della bilancia dei pagamenti valutaria
- PNE = posizione netta delle aziende di credito sull'estero
- BMTES = base monetaria creata dal Tesoro
- AS = base monetaria creata dagli « altri settori »
- TRF_{bi} = titoli a reddito fisso acquistati dalla Banca d'Italia all'emissione o con operazioni di mercato aperto
- TRF_{ac} = titoli a reddito fisso che le aziende di credito devono acquistare in base al vincolo di portafoglio
- DEP_p^d = depositi bancari domandati dal pubblico
- DB_{ies}^{ac} = depositi degli istituti di credito speciale presso le aziende di credito
- AC = altri conti delle aziende di credito
- Y = reddito nazionale lordo
- Y_i = reddito da lavoro dipendente
- I_p = investimenti lordi privati
- PR = profitti non distribuiti delle imprese
- k_1 = coefficiente di riserva obbligatoria in base monetaria
- k_2 = coefficiente di riserva obbligatoria in titoli
- r_{ab} = tasso di interesse sui depositi bancari.

Il collegamento cruciale delle otto equazioni del settore monetario con quello reale si attua attraverso il mercato degli impieghi bancari, tenendo conto della domanda di depositi; in presenza di tensioni sul mercato del credito, il pubblico può finanziare la spesa mediante l'aumento della velocità di circolazione dei depositi. Data l'offerta di credito e allorché vi è equilibrio nel mercato dei depositi, gli investimenti e il reddito possono aumentare fino ai livelli che implicano un costo dei finanziamenti non superiore al rendimento atteso dal capitale, ovvero, in caso di disequilibrio sul mercato del credito, fino al limite consentito dal razionamento dell'offerta.

La creazione (o distruzione) di base monetaria è principalmente determinata dalla variazione delle riserve ufficiali — pari al saldo della

(5) Nel presente esercizio questa variabile è considerata quella strumentale che consente di conseguire un determinato ammontare di creazione di base monetaria, supponendo dato, nel brevissimo periodo, l'ammontare di creazione di liquidità tramite gli altri canali; è soprassegnata con due sbarre.

bilancia dei pagamenti al netto della variazione della posizione netta delle aziende di credito sull'estero — dal disavanzo del Tesoro finanziato dalla Banca centrale e dal rifinanziamento delle aziende di credito; semplificando, possiamo ipotizzare che il totale di base monetaria creata sia sotto il pieno controllo delle autorità monetarie, che possono, anche nel brevissimo periodo, agire mediante concessione discrezionale del rifinanziamento alle aziende di credito. Questa semplificazione è accettabile per l'anno 1974, al quale siamo interessati, in quanto l'ampia distruzione di base tramite l'estero e l'intensa domanda di credito all'interno per le tensioni inflazionistiche esistenti, fa sì che FIN_{ts}^{aa} possa essere considerata strumentale, in quanto il sistema tenderebbe a determinarne — endogenamente — un valore maggiore (equazione 1m).

L'offerta di impieghi bancari dipende dal volume di base monetaria creata (equazione 1m), dalla domanda di base da parte del pubblico (equazione 2m) e di riserve liquide da parte delle aziende di credito (equazione 3m). La domanda di titoli a reddito fisso da parte delle aziende di credito si può considerare fissata esogenamente tramite i provvedimenti selettivi del giugno 1973, successivamente rinnovati ed estesi a tutto il 1974.

Le aziende di credito decidono l'ammontare di base monetaria da possedere come riserve liquide e ciò determina — per un dato coefficiente di riserva obbligatoria — l'espansione del totale attivo e passivo del sistema bancario (equazione 4m). Dati i vincoli di portafoglio sopra richiamati e il valore delle altre variabili esogene, l'equazione 6m) consente di determinare l'offerta di impieghi.

La domanda di impieghi bancari dipende dal fabbisogno delle imprese per finanziare il capitale di esercizio e pre-finanziare gli investimenti, per dato volume di autofinanziamento e di finanziamento esterno tramite altri canali. Le imprese inoltre possono decidere di aumentare l'indebitamento netto mediante l'espansione delle passività ovvero mediante il decumulo delle attività finanziarie disponibili: la scelta dipende dall'ampiezza del differenziale tra il tasso di interesse sulle passività e quello sulle attività finanziarie.

Lo stesso modello può essere scritto in modo da ottenere *endogenamente* il valore della base monetaria da creare mediante finanziamento alle aziende di credito (che è la variabile strumentale di politica monetaria), allorché si vuole fissare *esogenamente* il tasso di interesse. In questo caso il compito della politica monetaria è quello di creare i mezzi di pagamento necessari a finanziare il volume di reddito determinato dalle spese autonome, per un prestabilito livello dei tassi di interesse. Le equazioni di comportamento rimangono le stesse, perché l'ammontare degli impieghi — per determinato livello dei tassi — è fissato dalla domanda dei prestiti bancari.

Di seguito appaiono le equazioni che, collegando il settore reale a quello finanziario, chiudono il modello. Esse servono a esplicitare le variabili che sono state considerate esogene e le altre semplificazioni compiute; in particolare:

a) è stato escluso il settore delle abitazioni, che richiede una analisi specifica (equazione 3c);

b) la previsione del flusso dei finanziamenti netti erogati dagli istituti di credito speciale non è stata modificata rispetto alle indicazioni fornite dal modello della Banca d'Italia alla fine del febbraio 1974, in occasione della concessione dello «stand-by» da parte del FMI. In altri termini, ΔM_{ts} è considerata esogena; poiché anche l'emissione di titoli da parte degli stessi istituti può essere considerata esogena (o meglio strumentale, in quanto soggetta ad autorizzazione delle autorità monetarie), nel presente schema si suppone che, almeno per il 1974, gli istituti di credito speciale possano equilibrare gli usi alle fonti del finanziamento riadeguando l'ammontare di depositi presso il sistema bancario (equazione 10c);

c) l'indebitamento del pubblico all'estero, l'emissione di titoli da parte del pubblico e i finanziamenti del Tesoro al pubblico sono considerate variabili strumentali, che assumono un valore predeterminato.

III. EQUAZIONI DI COLLEGAMENTO TRA IL SETTORE REALE E IL SETTORE MONETARIO NECESSARIE PER LA CHIUSURA DEL MODELLO (6)

1c) Definizione del risparmio del pubblico:

$$S_p = Y - c - T$$

2c) Definizione degli investimenti del pubblico:

$$I_p = i \cdot \bar{p}_i - \bar{I}_g$$

3c) Bilancio del pubblico (escluso il settore delle abitazioni):

$$\Delta AF_p = [S_p - \bar{I}_p^{ab} - (I_p - \bar{I}_p^{ab})] + \Delta PF^p + \Delta \bar{IND}_{ts}^{ab} + \Delta \bar{AP}$$

4c) Definizione della ricchezza finanziaria del pubblico:

$$AF_p = AF_p(t-1) + \Delta AF_p$$

5c) Definizione dei finanziamenti complessivi al pubblico:(7)

$$\Delta PF^p = \Delta IMP_{sc}^p + \Delta \bar{M}_{ts}^p + \Delta \bar{TRF}^p + \Delta \bar{AZ}^p + \Delta \bar{PFE}^p + \Delta \bar{FIN}_{ts}^p$$

(6) Le equazioni di semplice raccordo tra flussi e consistenze non sono state esplicitate, ad eccezione della 4c).

(7) Dalla equazione 5c) appare che le variazioni della domanda di finanziamento da parte del pubblico (imprese) si riflettono interamente sulla domanda di impieghi bancari; le altre variabili componenti i finanziamenti complessivi al pubblico sono state considerate esogene, in quanto si è ritenuto che il loro flusso — date le caratteristiche istituzionali italiane e la situazione dei mercati finanziari nel 1974 — possa essere regolato dalle autorità monetarie.

6c) Domanda di depositi bancari:

$$DEP_p^d = f(AF_p, Y, r_{ab}, r_{imp}, r_i)$$

7c) Condizione di equilibrio del mercato dei depositi bancari:

$$DEP_p^d = DEP_p$$

8c) Definizione della bilancia dei pagamenti:

$$BP = PC - \Delta AFE_p + \Delta PFE^p - \Delta AFE_{ics} + \Delta PFE_{ics}^{ics}$$

9c) Bilancio del Tesoro, Cassa DD.PP. e Aziende autonome:

$$DEFTES = [(BMTES - TRF_{bt}^{ics}) + TRF_{bt}^{ics}] + \Delta DP_p + \Delta TRF_{ics}$$

10c) Bilancio degli istituti di credito speciale:

$$\Delta M_{ics}^p + \Delta IND_{ics}^{ab} + \Delta AFE_{ics} + \Delta DB_{ics} = \Delta TRF_{ics} + \Delta AC_{ics}^{ics}$$

11c) Condizione di equilibrio del mercato dei titoli a reddito fisso:

$$\Delta TRF_p^p + \Delta TRF_{ics}^{ics} + \Delta TRF_{ics}^{ics} = \Delta TRF_p + \Delta TRF_{ac} + \Delta ROT_{ac} + \Delta TRF_{bt}$$

Mediante altre 3 equazioni, che allo scopo di semplificare l'esposizione non sono scritte (8), viene resa endogena la composizione desiderata della ricchezza finanziaria, esplicitando le funzioni di domanda — da parte del pubblico — di titoli a reddito fisso, di attività finanziarie sull'estero e di depositi postali (ΔTRF_p , ΔAFE_p , ΔDP_p).

Legenda

Variabili endogene aggiunte (8)

- 1) S_p = risparmio del pubblico
- 2) I_p = investimenti del pubblico
- 3) ΔAF_p = risparmio finanziario del pubblico
- 4) AF_p = ricchezza finanziaria lorda del pubblico
- 5) PF^p = passività finanziarie del pubblico
- 6) DEP_p^d = depositi bancari domandati dal pubblico

(8) Anche i depositi postali (DP_p), le attività sull'estero (AFE_p) e i titoli a reddito fisso (TRF_p) domandati dal pubblico sono variabili endogene, che richiedono tre addizionali equazioni.

7) r_{ab} = tasso di rendimento dei depositi bancari

8) BP = saldo della bilancia dei pagamenti valutaria

9) DB_{ics} = depositi degli istituti di credito speciale presso il sistema bancario

10) r_i = tasso di rendimento dei titoli a reddito fisso.

Variabili esogene aggiunte

I^{ab} = investimenti in abitazioni

IND_{ics}^{ab} = indebitamento del pubblico presso gli istituti di credito speciale a fronte di investimenti in abitazioni

AP = altre partite del bilancio del pubblico

M_{ics}^p = mutui degli istituti di credito speciale al pubblico (escluso ΔIND_{ics}^{ab})

TRF^p = titoli a reddito fisso emessi dal pubblico

AZ^p = azioni emesse dal pubblico

PF^p = passività finanziarie sull'estero del pubblico

PF^ics = passività finanziarie sull'estero degli istituti di credito speciale

$FINTES_{ics}^p$ = finanziamenti del Tesoro al pubblico

DEFTES = disavanzo (fabbisogno complessivo di cassa) del Tesoro

TRF_{bt}^{ics} = titoli emessi dal Tesoro e sottoscritti dalla Banca d'Italia

AFE_{ics} = attività finanziarie sull'estero degli istituti di credito speciale

TRF_{ics} = titoli emessi dagli istituti di credito speciale

AC_{ics}^1 = altri conti del bilancio degli istituti di credito speciale

Una delle equazioni che esprimono la condizione di equilibrio di un mercato è ridondante; se (n-1) mercati sono in equilibrio anche l'ennesimo mercato lo è, in uno schema di equilibrio economico generale. Algebricamente, si può dimostrare che una qualsiasi delle condizioni di equilibrio che appare nel modello è una combinazione lineare delle altre condizioni di equilibrio, delle equazioni di definizione e di bilancio (9).

Abbiamo considerato ridondante il mercato dei titoli; il nucleo essenziale del modello risulta così composto dalle 9 equazioni del settore reale e dalle 8 del settore finanziario effettivamente utilizzate. Il modello

(9) Ad esempio si può mostrare che la 2) del settore reale, con opportune sostituzioni — utilizzando equazioni di definizione, di bilancio e condizioni di equilibrio — diviene identicamente uguale alla 3c) delle equazioni di collegamento.

più completo — sempre tenendo conto delle ipotesi e delle semplificazioni precedentemente indicate — consente di esplicitare il mercato dei titoli e di endogeneizzare le variabili BP , r_a , DEP_p e $DB_{i,0}$, che erano esogene nelle 8 equazioni del settore monetario; inoltre, integrando il settore reale con quello monetario, cade l'esogeneità del reddito e degli investimenti nella determinazione dei flussi finanziari.

Infine, l'equazione 4c) e l'equazione 3c) — che può essere interpretata come l'offerta di attività finanziarie al pubblico — consentono di esplicitare un importante aspetto del processo di aggiustamento: per dato saldo delle partite correnti con l'estero e per dato indebitamento delle imprese, il disavanzo del Tesoro — sia esso finanziato con moneta o con titoli a lungo termine — genera un'addizionale offerta di strumenti finanziari che, almeno nel breve periodo, il pubblico porta in aumento della propria ricchezza. Successivamente, in base ai tassi di rendimento correnti e attesi delle diverse attività finanziarie e reali e delle aspettative sul tasso di variazione dei prezzi, il pubblico riadegua la composizione (o l'ammontare, se l'aumento della ricchezza stimola il consumo) della ricchezza.

F. C.-P. G.