

Fattori operanti sull'economia italiana nel biennio 1973-1974 *

1. Legame fra la politica monetaria e la struttura finanziaria

Il quadro dello sviluppo economico italiano presenta attualmente contorni incerti e tonalità oscure. Il nostro sistema economico è percorso da correnti di revisione strutturale, sia nell'assetto produttivo, sia nell'assetto distributivo del reddito; non solo: esso è anche caratterizzato da una pressione inflatoria e da una contemporanea flessione produttiva, da un disavanzo strutturale nella bilancia dei pagamenti per l'aumento per prezzo del petrolio e da un elevato indebitamento nei confronti dell'estero.

Nella presente situazione economica dell'Italia, tanto più incerta in quanto trova anche gravi motivi di turbamento nella situazione internazionale, la via scelta per il superamento delle attuali difficoltà non è ancora chiaramente definita: le misure adottate sono state orientate alla rettifica degli squilibri inflatori di carattere interno, ma non hanno definito il quadro del futuro sviluppo italiano. Per attenuare l'incidenza negativa dell'aumento del prezzo del petrolio sull'occupazione e sul reddito, occorre accettare una contrazione del livello dei consumi privati o quanto meno del loro ritmo di aumento, al fine di realizzare rapidamente gli investimenti aggiuntivi destinati alla revisione della tecnica e della struttura produttiva interna, nonché accrescere il risparmio nazionale da trasferire ai paesi produttori di petrolio nella misura in cui aumentino le esportazioni di merci e servizi verso questi paesi.

Gli squilibri strutturali dell'economia italiana non possono tuttavia essere adeguatamente corretti soltanto mediante il contenimento

(*) Nel congedarmi dalla Banca d'Italia, dedico questo lavoro agli amici del Servizio Studi e del Servizio cooperazione economica internazionale.

della propensione ai consumi; occorre anche procedere ad incrementare l'offerta nelle sue diverse componenti, indirizzando il risparmio verso gli impieghi più produttivi. In questo contesto occorre non solo produrre di più, ma anche produrre beni e servizi, nell'ambito nazionale e soprattutto regionale, congeniali con i fattori produttivi disponibili, impostando le soluzioni in termini di progresso tecnologico e di inventiva, non già di imitazione.

La problematica degli investimenti e l'esigenza di sollecitare, secondo l'espressione keynesiana, gli « animal spirits » imprenditoriali del nostro paese, inducono a considerare con particolare attenzione la modifica nella struttura delle attività finanziarie verificatasi in Italia negli anni recenti, che ha condotto ad una riduzione fra il triennio 1960-62 e il triennio 1972-74 del rapporto fra il capitale di rischio e il totale delle attività finanziarie dal 40 all'11,3 per cento, su dati a valori di borsa, e dal 40 al 16,6, su dati a corsi costanti (tab. 1). A determinare questa variazione hanno concorso molteplici fattori fra i quali meritano di essere ricordati: *a)* sotto il profilo istituzionale, la nazionalizzazione dell'industria elettrica e l'ampliamento dei fondi di dotazione delle imprese pubbliche; *b)* sotto il profilo economico, l'evoluzione negativa dei profitti realizzati dalle imprese, essendo il tasso di profitto lordo per unità di capitale passato dall'11,7 all'8,7 per cento nei due trienni posti a raffronto (tab. 1); *c)* sotto il profilo fiscale, la nominatività azionaria operante fino all'aprile 1974 (1); *d)* sotto il profilo della finanza pubblica, il crescente disavanzo per spese correnti coperto con indebitamento.

Il mercato ha presentato una gamma limitata di scelte, mentre la rischiosità degli investimenti in azioni ha provocato una sorta di rigetto per questa forma di attività di portafoglio da parte dei risparmiatori operanti ai margini della gestione aziendale. Si noti a questo proposito che il numero delle società quotate alla Borsa valori di Milano è passato fra il 1960 e il 1974 da 142 a 153, mentre il numero delle società per azioni in essere è aumentato da 30 mila a 46 mila. Le possibilità di scelta sono condizionate: dalla ristrettezza del listino; dal modesto ammontare di titoli disponibili per la negoziazione, nel caso di alcune società del settore pubblico; dal fatto che circa due terzi, in termini di capitale, delle società quotate sono controllate da una decina di gruppi pubblici e privati; dalla concentrazione di circa metà delle contrattazioni su 20 grandi imprese.

(1) D.L. 8 aprile 1974 n. 95 (in *Gazzetta Ufficiale*, 9 aprile 1974, n. 94).

TAB. I
GRANDEZZE DEL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO

ANNI	Rapporto percentuale tra capitale di rischio e attività finanziarie (1)		Tasso di profitto lordo per unità di capitale (2)	Rapporto percentuale tra attività liquide delle imprese e prodotto lordo privato	Rapporto percentuale tra indebitamenti delle imprese e valore aggiunto (3)	Rapporto percentuale tra indebitamento delle imprese e totale dei fondi amministrati		Rapporto percentuale tra indebitamento del settore pubblico e reddito nazionale (4)	Rapporto percentuale tra posizione debitoria verso l'estero e prodotto lordo a prezzi di mercato	Rapporto percentuale fra investimenti fissi lordi e prodotto lordo a prezzi costanti 1970
	su dati a valori di borsa	su dati a corsi costanti				su dati delle imprese e totale dei fondi amministrati	su dati rivalutati della situazione netta (5)			
1960	44,0	44,0	11,8	....	....	36,3	0,3	0,8	22,6
1961	41,1	41,1	12,1	....	....	37,5	0,3	1,2	23,2
1962	35,3	35,3	11,4	....	....	40,6	0,2	0,5	24,1
1963	30,5	35,1	10,8	....	179,1	43,6	0,7	—	24,6
1964	22,4	32,9	9,3	22,5	178,3	46,3	0,9	1,1	22,7	
1965	24,2	32,1	8,7	24,2	187,3	47,2	4,0	3,8	20,3	
1966	23,7	29,7	8,6	25,7	193,9	48,1	4,0	3,3	19,8	
1967	19,5	26,0	8,7	26,8	202,5	49,7	2,4	2,3	20,6	
1968	17,3	23,6	8,6	28,1	204,7	50,4	3,2	3,5	21,2	
1969	18,2	22,0	8,5	28,8	207,7	51,0	3,3	2,8	21,7	
1970	14,5	20,8	7,4	27,9	201,7	54,6	3,1	0,8	21,3	
1971	11,2	19,3	6,4	30,1	218,8	61,0	6,1	1,6	20,3	
1972	10,9	17,2	7,0	33,7	228,3	62,3	7,4	1,7	19,8	
1973	14,7	17,3	9,1	34,6	(217,9)	60,0	8,1	—	20,1	
1974	(8,3)	15,4	(9,9)	(32,1)	(208,7)	(62,7)	(6,4)	—	20,3	

Fonti: (1) Bollettino B.I., 1971, n. 6; Relazione B.I., 1973, Appendice pag. 136. Il capitale di rischio rappresenta l'ammontare delle azioni e delle partecipazioni in possesso dell'economia. Al fine di escludere l'influenza delle variazioni dei prezzi di mercato la consistenza delle azioni 1960-1962. I dati in parentesi sono stimati.

(2) Indagine della Banca d'Italia sui bilanci di un gruppo di 366 società manifatturiere. Il rapporto su dati rivalutati è stato ottenuto tenendo conto delle riserve derivanti dalla giacenza di capitale fisico valutato a prezzi di sostituzione anziché a prezzi storici. I dati riportati risultano dalla media mobile di 3 termini.

(3) Per indebitamento: B.I. Conti finanziari, vari anni; per valore aggiunto: Relazione Generale, vari anni.

(4) Elaborazioni della Banca d'Italia - Servizio Studi su dati contenuti nella Relazione Generale.

La riduzione del rapporto fra il capitale di rischio e il totale delle attività finanziarie, nella misura in cui si riconnetta ad una ridotta domanda del primo, tende a modificare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria influenzando sulle scelte fra attività finanziarie e reali interne e fra attività interne ed estere. In tal caso l'espansione dell'offerta di moneta e quindi della liquidità del pubblico mostra tendenza ad agire in via più diretta sulle attività reali e soprattutto sull'investimento in abitazioni, cosicché il settore interno più sensibile alla variazione monetaria diventa quello edilizio, sempre che non si frappongano ostacoli di ordine amministrativo alle nuove costruzioni o non si prendano provvedimenti limitativi dei canoni di locazione. La riduzione relativa nella domanda di capitale di rischio non solo tende a convogliare l'incidenza della politica monetaria nella direzione predetta, ma anche ad influire, congiuntamente alle aspettative di variazione del tasso di cambio, sull'andamento dei movimenti di capitali con l'estero, nel senso che induce gli investitori nazionali a effettuare scelte di portafoglio nel più ampio quadro internazionale.

Il modello esplicativo delle scelte di portafoglio effettuate dagli operatori italiani pone così in evidenza che la struttura finanziaria italiana attuale, da un lato incide sulle modalità di azione della politica monetaria, dall'altro mal si concilia con l'integrazione del mercato dei capitali nazionali con l'estero e con l'occupazione delle risorse disponibili all'interno.

La tematica dell'incidenza di un aumento nell'offerta di moneta sulle scelte di portafoglio degli investitori si amplia e diventa più complessa ove sussista una situazione inflatoria mondiale. In questo caso è verosimile che nello spettro delle scelte di portafoglio degli investitori assumano maggiore rilevanza i beni rifugio e le scorte di beni idonei a garantire il potere d'acquisto del risparmio o addirittura ad assicurare profitti in relazione ai previsti aumenti di prezzo di tali beni, eccedenti il divario tra il tasso medio di inflazione e quello di interesse sul risparmio finanziario. Questa modalità di scelte può concorrere a sostenere sia la domanda interna di beni di consumo da parte dei venditori di beni rifugio, sia la domanda di beni d'importazione, cosicché l'azione esercitata dalla iniezione di moneta, soprattutto quando ha luogo attraverso la componente Tesoro, risulta meno espansiva in termini reali, sia perché non sollecita il meccanismo moltiplicatore derivante da domanda aggiuntiva di beni di

investimento, sia perché può semplicemente aggravare il disavanzo corrente degli scambi con l'estero, con conseguente effetto riduttivo dell'offerta di base monetaria e pressione sulle riserve valutarie. La modifica nelle scelte di portafoglio generata dalla maggiore offerta di moneta si traduce così in una variazione negativa, quanto meno pro tempore, degli scambi con l'estero.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria basato sulle scelte di portafoglio fra i tre tipi di attività: moneta, obbligazioni, capitale reale, così come risulta nei modelli di Tobin (2) e di Brunner e Meltzer (3), va pertanto articolato, in regime di economia aperta, in uno spettro di attività comprendente la componente estera sia reale sia finanziaria fra le scelte alternative degli investitori.

2. Incidenza della struttura finanziaria sul processo di sviluppo degli investimenti

La composizione delle attività finanziarie italiane influisce sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria non solo attraverso la ridotta quota del capitale di rischio, ma anche attraverso la maggiore domanda di liquidità precauzionale derivante dall'accresciuto volume dell'indebitamento delle imprese rispetto al valore aggiunto. A questo riguardo è da rilevare che fra il 1964 e il 1974:

- a) il rapporto fra la consistenza delle attività liquide delle imprese e il prodotto lordo privato è salito dal 22,5 al 32,1 per cento;
- b) il rapporto fra l'indebitamento delle imprese ed il valore aggiunto è salito dal 178,3 al 208,7 per cento (tab. 1).

I predetti rapporti sono indicativi di modifiche di ordine strutturale, essendo stati depurati i dati di base dalle influenze contingenti e di ciclo di carattere reale e monetario.

Per effetto congiunto della maggiore domanda di liquidità precauzionale e dell'accresciuto indebitamento delle imprese si manifesta una tendenza alla contrazione degli investimenti, ossia, a parità di aspettative di profitto, una più accentuata flessione oppure una

(2) J. TOBIN: « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money and Credit and Banking*, February 1969.

(3) K. BRUNNER e A. MELTZER: « A Monetarist Framework for Aggregative Analysis », *Beihfte zu Kredit und Kapital*, Berlin, 1972.

meno rapida ripresa congiunturale: si inserisce invero nella struttura finanziaria delle imprese un elemento di costo fisso crescente, a fronte di una variabilità costante nel livello dei profitti lordi e quindi una variabilità crescente nel livello dei profitti netti.

Sembra pertanto lecito osservare che la variazione nella struttura finanziaria riscontrata in Italia negli anni recenti, attraverso una contrazione relativa del capitale di rischio e un incremento del rapporto fra indebitamento e valore aggiunto delle imprese, non solo influisce in senso restrittivo sulle opzioni offerte ai risparmiatori nelle scelte di portafoglio, con effetti negativi in termini di bilancia dei pagamenti, ma anche concorre a contenere la propensione agli investimenti. L'uno e l'altro comportamento congiuntamente operano in senso negativo sul processo di sviluppo del reddito nazionale.

A determinare lo sviluppo degli indebitamenti aziendali ha anche concorso la flessione strutturale dell'autofinanziamento lordo (cash flow: ricavi — esborsi da costi = profitti + ammortamenti + fondi rischi + fondi di previdenza) in rapporto alla formazione di capitale (investimenti fissi lordi + scorte). A questo riguardo si osserva che il tasso di autofinanziamento lordo, ossia il rapporto fra l'autofinanziamento lordo e la formazione di capitale, depurato dai movimenti contingenti e di ciclo, ha subito una graduale flessione che, fra il 1964 ed il 1974, si può valutare intorno allo 0,33 per cento annuo.

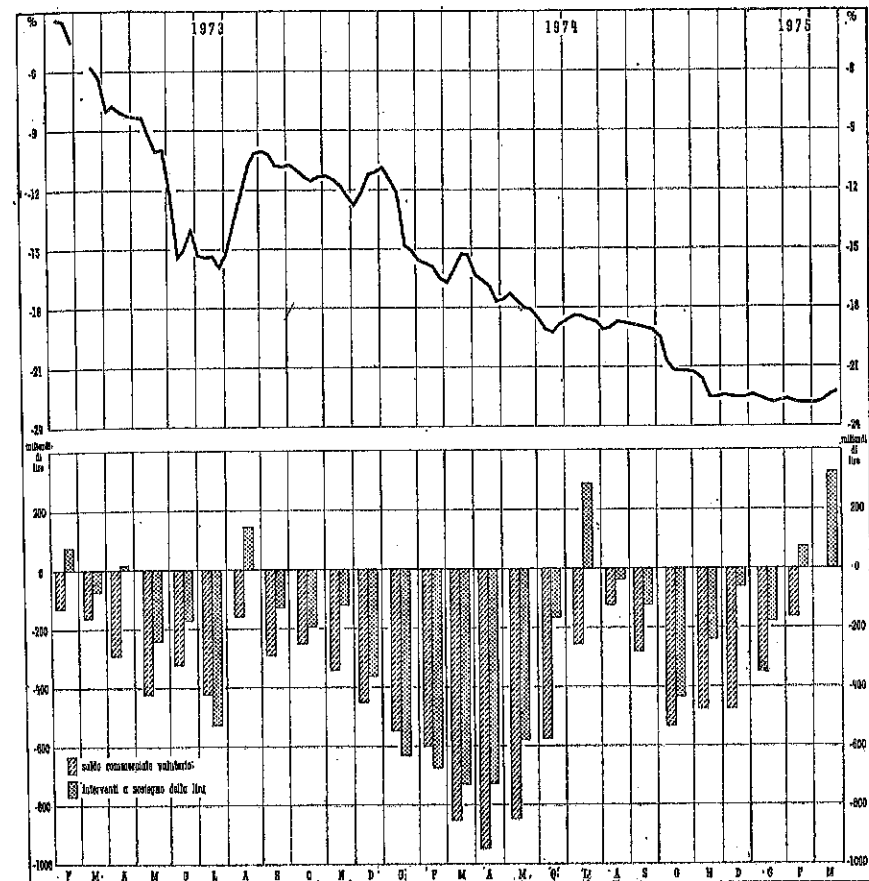
Il profitto d'impresa non è soltanto una componente diretta, ma anche una componente indiretta degli investimenti nella misura in cui concorre alla formazione di una struttura finanziaria d'impresa idonea ad assorbire il risparmio esterno.

I programmi d'investimento sono in funzione oltre che delle aspettative di profitto, anche del grado di indebitamento raggiunto dall'impresa, mentre l'offerta di risparmio esterno è in funzione delle modalità di raccolta sotto forma azionaria o obbligazionaria.

Quanto al « leverage » finanziario, ossia al rapporto fra l'indebitamento delle imprese e il totale dei fondi da esse amministrati, occorre rilevare che ha presentato, in base ai dati contabili di un gruppo di 366 società manifatturiere (tab. 1), una variazione, fra il triennio 1960-62 e il triennio 1972-74, come da 38,2 a 61,7. A questo riguardo è da porre in evidenza che l'aumento di un punto percentuale rispetto al livello ottimale del « leverage » finanziario, determina, secondo stime econometriche condotte nel Servizio studi della Banca d'Italia, una riduzione degli investimenti pari a circa il 6 per cento,

TASSO DI SVOLUZIONE DELLA LIRA RISPETTO AL 9 FEBBRAIO 1973
(ponderato con la quota all'estero; nella colonna)

SALDO COMMERCIALE E INTERVENTI A SOSTEGNO DELLA LIRA
(per le serie: dati disponibili e valutati; per gli interventi: variazione della riserva ufficiale al netto dei prestiti compensativi e della liquidazione dei contratti d'acquisto di valuta della banca)



che per essere neutralizzata, richiede un aumento di profitto di circa il 9,5 per cento (4).

L'estensione dell'area dell'indebitamento delle imprese ove superi un livello critico può determinare, di fatto, il trasferimento del rischio dai gestori dell'impresa ai finanziatori e, in ultima istanza, ai risparmiatori a reddito fisso.

(4) G. CARDUCCI, M. CARON e F. COTULA: « Struttura patrimoniale delle imprese e finanziamenti degli investimenti », *Contributi alla ricerca economica*, n. 2, Banca d'Italia, dicembre 1972, pag. 131.

Al riguardo si possono prospettare due soluzioni alternative: l'una basata sulla partecipazione attiva degli intermediari finanziari alla gestione aziendale, l'altra sulla fissazione di un rapporto minimo fra capitale di rischio e totale dei fondi amministrati dall'impresa.

L'una e l'altra soluzione presentano aspetti positivi e negativi nel contempo. La prima consente di tutelare gli interessi dei finanziatori e quindi evita i pericoli di una privatizzazione dei profitti e di una socializzazione delle perdite, ma comporta una intromissione esterna nella gestione aziendale, indebita in linea di principio, in quanto le decisioni operative dovrebbero essere affidate ai responsabili dell'impresa. La seconda è valida in termini formali, ma di fatto non è realizzabile, data l'attuale tendenza evolutiva dei fondi amministrati dalle imprese, se non a costo di un'ulteriore pressione sullo sviluppo delle imprese produttive private.

Resta una soluzione di compromesso, sia pure soltanto limitata e parziale: la creazione di società di revisione, come è ora previsto dal D.P.R. del marzo 1975 (5), alle quali va affidato il compito del controllo della contabilità e della valutazione del patrimonio sociale, nonché della certificazione del bilancio. Anche questa soluzione non è scevra da inconvenienti, perché comporta la creazione di una pesante e costosa bardatura di controllo, ma è l'unica valida per conciliare l'esigenza di tutela del finanziatore e l'autonomia nella gestione aziendale, nonché per conseguire una trasparenza nei bilanci societari idonea ad informare correttamente anche il piccolo azionista.

A sua volta il crescente sviluppo dell'indebitamento netto del settore pubblico in rapporto al reddito nazionale, salito dallo 0,3 per cento nel triennio 1960-62 al 7,3 per cento nel triennio 1972-74 (tab. 1), se è vero che ha concorso a sostenere la domanda interna per beni di consumo pubblici e privati, è anche vero che ha gonfiato l'offerta di base monetaria eccedente il fabbisogno di liquidità in rapporto al reddito reale producibile.

Questo indirizzo ha pertanto creato una situazione finanziaria idonea a sostenere una depressa congiuntura interna soprattutto attraverso un aumento del reddito disponibile del settore privato (pensioni, assistenza sanitaria), ma può aver generato effetti inflatori sui prezzi e negativi sulla bilancia dei pagamenti in fase di ripresa produttiva e di espansione degli investimenti. In verità la politica fiscale ha incontrato crescenti difficoltà, in fase inflatoria, a ridurre

(5) D.P. 31 marzo 1975, n. 136 (in *Gazzetta Ufficiale*, 7 maggio 1975, n. 119).

il disavanzo del settore pubblico mediante un incremento dell'imposizione, soprattutto diretta, così da contenere il reddito disponibile e quindi l'eccedenza della domanda sull'offerta. E in periodo di andamento cedente della domanda non sempre ha attuato un aumento qualificato della spesa pubblica diretta, al fine di sostenere preferibilmente i settori e le aree ritenuti prioritari che risultassero particolarmente colpiti.

Le argomentazioni finora svolte in materia di comportamento delle imprese in rapporto all'andamento del « leverage » finanziario vanno approfondite per tener conto anche dell'incidenza che può esercitare la pressione inflatoria dei prezzi sull'andamento degli investimenti da un lato, e sull'indebitamento delle imprese dall'altro. Dandosi questo evento, le imprese beneficiano di una riduzione del peso relativo dell'indebitamento in rapporto all'accresciuto valor nominale delle attività reali e quindi dei profitti finanziari.

Se si sconta un ulteriore gonfiamento dei prezzi sorge la convenienza, per le imprese, ad allargare gli investimenti facendo non solo ricorso all'autofinanziamento ma anche a indebitamenti aggiuntivi, soprattutto se nel contempo si conduce una politica di mercato aperto, volta a contenere l'aumento dei tassi d'interesse e/o si segua una facile politica di tassi d'interesse agevolati. Secondo che cresca più rapidamente l'una o l'altra forma di finanziamento, il « leverage » mostra tendenza a ridursi oppure ad accrescersi. Nell'esperienza italiana il 1973 offre un esempio del primo tipo e il 1974 del secondo. In ogni caso la struttura finanziaria delle imprese si è rafforzata in termini reali, tanto che il « leverage » finanziario, calcolato su dati rivalutati, scende del 12 per cento nel biennio in esame, mentre è stazionario su dati contabili (tab. 1).

Si è così verificata una maggiorazione dei profitti finanziari delle imprese a spese del risparmiatore, lesiva di fatto delle motivazioni sottostanti il contratto di mutuo concluso fra le parti. Questa sorta di rendita non è pertanto propria del normale meccanismo produttivo, che si basa su profitti aziendali derivanti dalla realizzazione di aspettative di costi e ricavi collegati ad accordi contrattuali assunti nel tacito presupposto di una relativa stabilità dei prezzi.

In regime di inflazione si corrompe l'etica di mercato e si dà di fatto avvio ad una tecnica produttiva e di finanziamento sui generis, non più basata su comportamenti e decisioni prevalente-

mente endogene, bensì su eventi esogeni non dominabili dall'operatore.

Nell'esperienza italiana del biennio 1973-74 a determinare una evoluzione in questa direzione hanno concorso sia l'estero, attraverso l'aumento dei prezzi delle materie di base, sia il comportamento dello Stato, mediante l'indebitamento del settore pubblico specialmente se finanziato con strumenti monetari. Visti sotto questa luce, i profitti delle imprese italiane possono essere stati, nel biennio 1973-74, finanziari, indebiti e fuorvianti; finanziari, nella misura in cui non sono derivati dalla pura attività aziendale; indebiti, nella misura in cui si sono collegati al deprezzamento delle passività monetarie e realizzati a spese del risparmiatore; fuorvianti, nella misura in cui hanno indotto a valutare positivamente l'attività aziendale e ad effettuare investimenti sulla base di profitti finanziari collegati alla svalutazione monetaria. Alla maggiorazione di profitti hanno anche concorso nel 1973 quelli sulle scorte, nascenti da accantonamenti di materie di base eccedenti il fabbisogno, in previsione di un aumento dei prezzi sul mercato internazionale e di un deprezzamento della lira, come di fatto si è verificato. I profitti sulle scorte sono invece diventati negativi nel 1974, in relazione alla flessione dei prezzi delle materie di base. In termini di quantità è da notare che nel 1973 l'aumento delle scorte si è triplicato, mentre nel 1974 si è quasi dimezzato; in particolare la variazione delle scorte dei prodotti finiti, dopo essere stata inferiore ai valori normali nel 1973 e nel primo semestre del 1974, ha raggiunto livelli superiori alla norma nel secondo semestre così da contenere la caduta della produzione.

Per effetto del complesso gioco di redistribuzione della ricchezza nascente dai profitti finanziari delle imprese e dello Stato, realizzati attraverso una riduzione del valore reale della ricchezza posseduta dai risparmiatori-creditori, l'espansione a prezzi costanti degli investimenti fissi lordi del paese pari al 20,2 per cento del prodotto interno lordo nel biennio 1973-74 si è accompagnata con un deterioramento della posizione finanziaria del paese verso l'estero, in misura pari al 3,5 per cento del prodotto lordo interno ai prezzi di mercato, mentre nel triennio 1960-62 a fronte di una espansione a prezzi costanti degli investimenti fissi lordi del 23,3 per cento, si era verificata una variazione attiva nella posizione finanziaria sull'estero pari allo 0,8 per cento del prodotto lordo.

A questo punto occorre riprendere l'argomentazione svolta nel

paragrafo precedente circa la diversa efficacia della politica monetaria a seguito della riduzione strutturale del capitale di rischio in rapporto al totale delle attività finanziarie italiane. Si deve infatti ancora osservare che se è vero che l'ampliamento della liquidità nelle mani del pubblico tende ad agire, attraverso le scelte di portafoglio dei risparmiatori, anziché sull'investimento azionario, su quello in abitazioni, soprattutto nella seconda casa quando sussistono freni amministrativi nell'edilizia per locazione, è anche vero che gli investimenti delle imprese dipendono in più larga misura dal finanziamento degli istituti speciali di credito e in ultima istanza dalle operazioni di mercato aperto e di vincolo di portafoglio deliberate dalle autorità monetarie. Ne segue che nell'attuale struttura finanziaria italiana tende ad accentuarsi l'asimmetria della politica monetaria, come strumento di azione anticongiunturale, in quanto si riduce ulteriormente la sua forza propulsiva e si accentua quella restrittiva. Volendo ricorrere ad una nota metafora, si potrebbe dire che il cavallo diventa ancora più insensibile all'acqua che gli viene offerta se non ha sete, ma stramazza subito al suolo se l'abbeveratoio è vuoto quando ha sete.

3. Politica monetaria selettivo-espansiva seguita nel 1973

All'inizio del 1973, quando urgeva l'esigenza di sostenere la congiuntura interna e non era ancora decisamente pesante la pressione del disavanzo dei conti con l'estero, le autorità monetarie, allo scopo di conciliare le finalità interne ed esterne, hanno seguito indirizzi di politica monetaria volti a realizzare un effetto « twist » sulla struttura dei tassi d'interesse, e cioè ad elevare i tassi di interesse a breve e a ridurre quelli a lungo termine, così da favorire gli investimenti e rendere costoso il credito a breve termine, ove tendono ad annidarsi operazioni di tipo speculativo.

Si prese così, nel giugno 1973, un provvedimento che imponeva ad ogni azienda di credito di investire in titoli a reddito fisso a lungo termine nel corso dell'anno un ammontare di fondi pari al 6 per cento della consistenza dei depositi in essere a fine 1972 (6). L'obbligo dell'investimento in obbligazioni è stato prorogato due volte nel 1974: dapprima fino al giugno elevando l'aliquota al 9 per cento dei depo-

(6) Delibera Comitato interministeriale del credito 18 giugno 1973 riportata nel N.U. 12256 del 2 luglio 1973; Banca d'Italia, Vigilanza Aziende di Credito.

siti a fine 1972 (7); successivamente fino al dicembre in misura non inferiore al 3 per cento dei depositi in essere a fine 1973 (8).

Il provvedimento, aumentando la domanda di titoli e riducendo la disponibilità di credito a breve, comportava una pressione al ribasso sui tassi d'interesse a lungo termine e una al rialzo su quelli a breve, oltre che una tendenza al razionamento del credito per le piccole imprese. Per impedire questo sviluppo si ritenne necessario fissare un limite massimo del 12 per cento all'incremento, nel periodo marzo 1973-marzo 1974, del credito bancario in essere verso la clientela con esposizione pari o superiore a 500 milioni di lire. Lo stesso limite, indipendentemente dall'ammontare dell'esposizione, veniva posto per i finanziamenti alle imprese finanziarie e commerciali, in cui la domanda di credito appariva connessa soprattutto a intenti speculativi. Dal limite del 12 per cento erano invece esclusi i prefinanziamenti su mutui stipulati con istituti di credito speciale, quelli con la Cassa DD.PP., nonché alcune altre categorie di finanziamento (9).

Nel quadro della regolamentazione valutaria si provvedeva, nel luglio 1973, a frenare le esportazioni di capitali italiani mediante:

- a) l'obbligo di costituire un deposito vincolato infruttifero pari al 50 per cento degli investimenti e prestiti all'estero, fatta eccezione per i fondi comuni di investimento per i quali la misura del deposito è ridotta al 25 per cento (10);
- b) l'obbligo di effettuare regolamenti anticipati di importazione solo mediante finanziamenti in valuta ottenuti da banche abilitate italiane (11);
- c) il divieto di effettuare regolamenti posticipati di importazioni di merci e servizi, prima delle scadenze contrattuali (12).

4. Politica valutaria e politica monetaria selettivo-restrittiva seguita nel 1974

Le direttive di politica monetaria seguite nel 1973, sostanzialmente orientate ad una espansione del credito per finalità anticon-

(7) D.M. 15 dicembre 1973 (in *Gazzetta Ufficiale*, 15 dicembre 1973, n. 322).

(8) Delibera Comitato interministeriale del credito del 18 luglio 1974 riportata nel N.U. 12500 del 19 luglio 1974; Banca d'Italia, Vigilanza Aziende di credito.

(9) Lettera n. 94487 del 26 luglio 1973 della Banca d'Italia sugli impieghi delle aziende di credito.

(10) Circolare n. A 284 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 27 luglio 1973.

(11) Circolare n. A 285 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 27 luglio 1973.

(12) Circolare n. A 286 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 27 luglio 1973.

giunturali si venivano a scontrare verso la fine dell'anno con una situazione internazionale decisamente avversa sia per il brusco e forte aumento del prezzo del petrolio, sia per la inadeguata azione internazionale volta a integrare il volume e la distribuzione degli strumenti di pagamento sull'estero richiesto dall'aumento del prezzo del petrolio, sia infine per la assoluta carenza di risorse energetiche nazionali. In presenza di una siffatta situazione si avviava nella primavera del 1974 una politica di selezione del credito non più orientata in senso espansivo ma restrittivo, alla quale si accompagnava una politica fiscale volta a contenere il disavanzo del settore pubblico attraverso la maggiorazione delle entrate. Il subitaneo allargamento del disavanzo della bilancia dei pagamenti italiana, da attribuire per circa 6 miliardi di dollari annui all'aumento del prezzo del petrolio, imponeva inoltre il pronto reperimento dei mezzi valutari necessari per evitare la perdita del controllo del tasso di cambio e del potere d'acquisto della lira. Sotto questo aspetto sono da rammentare gli accordi conclusi con il sistema della Riserva Federale (febbraio 1974) per elevare da 2 a 3 miliardi di dollari la linea di credito reciproco, con la Banca centrale del Canada (aprile 1974) per un'apertura di credito di 250 milioni di dollari canadesi e infine con la Bundesbank (settembre 1974) per uno « swap » di 2 miliardi di dollari contro oro delle riserve italiane a garanzia, valutato ad un prezzo inferiore del 20 per cento a quello della media dei prezzi di Londra nei mesi di luglio e agosto 1974. Questi accordi sono venuti ad aggiungersi a quelli negoziati nell'estate del 1973 con le Banche centrali di Francia e di Germania per 500 milioni di dollari ciascuno e con la Banca Nazionale Svizzera per 250 milioni. Nel quadro degli accordi di finanziamento con organizzazioni internazionali sono da menzionare il prestito concesso nel febbraio 1974 dal Fondo Monetario per l'ammontare di 1.200 milioni di dollari e il finanziamento a breve termine di 1.885 milioni di dollari concesso nel marzo 1974 dalla Comunità Economica Europea, nel quadro del sostegno monetario a breve termine. Il credito è stato rinnovato successivamente e poi consolidato a medio termine.

Durante la negoziazione del prestito con il Fondo Monetario, nel quadro di una comune valutazione complessiva delle difficoltà dell'economia italiana, si assumevano impegni per il riequilibrio a medio termine della bilancia dei pagamenti. Si conveniva così di seguire linee di politica economica volte a ridurre sensibilmente il disavanzo non petrolifero nel corso del 1974 e a eliminarlo entro il

1975, ed in via specifica si assumeva l'impegno di contenere la crescita del credito complessivo all'economia entro un limite di 22.400 miliardi di lire (34,5 miliardi di dollari) fra l'aprile 1974 e il marzo 1975, pari al 19,7 per cento della consistenza a fine 1973, contro il 23,7 per cento fra la fine del 1972 e del 1973. Il credito totale interno considerato comprendeva gli impieghi delle aziende di credito e degli istituti speciali, l'emissione di obbligazioni da parte di enti pubblici e imprese e il fabbisogno complessivo di cassa del Tesoro. Quest'ultimo non doveva in ogni caso superare nell'anno i 9.200 miliardi. Inoltre avrebbero dovuto essere presi immediati provvedimenti fiscali, articolati in modo da ridurre il disavanzo esterno e la pressione inflazionistica attraverso un contenimento della domanda interna per consumi (13).

Gli impegni connessi al prestito del Fondo Monetario si aggiungevano ad altri provvedimenti valutari e creditizi presi all'inizio del 1974. Infatti già si era vietata l'importazione e l'esportazione di banconote italiane per un ammontare superiore a 20 mila lire (14), limite successivamente portato a 35 mila lire (15); si era reso più rigoroso il rispetto del limite (ctv. di 500 mila lire annue) vigente all'erogazione di valuta per i viaggi all'estero a scopo turistico (16); si era infine abolito, perché in larga parte fittizio, il doppio mercato, commerciale e finanziario (17) essendosi affidato il controllo dei deflussi di capitali ad altre disposizioni amministrative, quali soprattutto alla riduzione dei termini di regolamento delle importazioni e delle esportazioni di merci da 90 a 30 giorni per i regolamenti anticipati delle importazioni; da 360 a 90 giorni per i regolamenti posticipati delle esportazioni (18), nonché al già ricordato deposito infruttifero in lire a fronte di investimenti e prestiti esteri.

Il controllo del volume e della distribuzione della liquidità dell'economia veniva realizzato, nel marzo 1974, con l'aumento dei tassi base per gli sconti e le anticipazioni al 9 per cento (19), che poteva elevarsi fino al 12 per cento con le previste penalizzazioni, e nell'aprile 1974 con l'emanazione di nuove norme che vincolavano l'accrescimento dei prestiti concessi dalle aziende di credito alla clien-

(13) I.M.F. *Italy-Stand-by Arrangements*, April 11, 1974.

(14) D.M. 7 marzo 1974 (in *Gazzetta Ufficiale* 8 marzo 1974, n. 64).

(15) Circolare n. A 300 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 3 maggio 1974.

(16) Circolare n. A 300 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 21 marzo 1974.

(17) Circolare n. A 299 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 21 marzo 1974.

(18) D.M. 20 gennaio 1973 (in *Gazzetta Ufficiale* 23 gennaio 1973, n. 19).

(19) D.M. 18 marzo 1974 (in *Gazzetta Ufficiale* 20 marzo 1974, n. 74).

tela — con esclusione delle esposizioni inferiori ai 30 milioni e di quelle a determinati settori o enti (ferrovie, elettricità, servizi sanitari, A.I.M.A.) — entro il limite dell'8 per cento fino al settembre 1974 e del 15 per cento fino al marzo 1975 rispetto alla consistenza esistente dodici mesi prima (20). Oltre a questo limite globale, venivano fissati massimali specifici per: a) prestiti superiori ai 30 milioni a favore delle imprese finanziarie e commerciali e delle istituzioni senza fini di lucro (12 per cento) e degli enti locali (15 per cento); b) prestiti superiori ai 500 milioni a favore delle rimanenti categorie di clienti (15 per cento). Questo secondo massimale veniva abolito nel dicembre 1974, quando anche si disponeva che fossero esclusi dai limiti i finanziamenti in lire e in valuta della durata massima di tre mesi a fronte di esportazioni non ancora regolate.

I ritardi operativi dei provvedimenti creditizi ora esaminati non consentivano di arrestare il deprezzamento di cambio della lira e il forte sviluppo del disavanzo commerciale (oltre 1,2 miliardi di dollari nel mese di aprile) tanto che le autorità italiane erano costrette, nel maggio 1974, a fare ricorso, in via temporanea, allo strumento del deposito obbligatorio infruttifero (21) per la durata di sei mesi, di somme uguali al 50 per cento del controvalore delle importazioni di varie categorie di merci, rappresentanti all'incirca il 25 per cento delle importazioni totali cif non petrolifere (tenuto conto della esclusione dei prodotti agricoli, concordata con la C.E.E. successivamente).

Il versamento del deposito sulle importazioni si è venuto a raggugliare, quando il sistema, dopo sei mesi, è entrato in regime, a circa 1.200 miliardi di lire (1.850 milioni di dollari) ed ha influito in senso restrittivo sulla domanda interna, sia in modo diretto attraverso la elasticità di prezzo, sia in modo indiretto, mediante la riduzione della base monetaria, effetto questo peraltro in parte neutralizzato dall'aumento dei crediti commerciali da parte degli esportatori esteri, per permettere alle controparti italiane di far fronte all'obbligo del deposito (22). A questo riguardo è tuttavia da osservare che ha influito in senso riduttivo della liquidità interna il blocco dell'indebitamento delle banche verso l'estero disposto nel mese di luglio (23).

(20) Lettera n. 44342 del 6 aprile 1974; Banca d'Italia, Vigilanza Aziende di Credito.

(21) D.M. 2 maggio 1974 (in Suppl. Ordinario alla *Gazzetta Ufficiale* numero 115 del 4 maggio 1974).

(22) FRANCESCO MASERA: «La crisi petrolifera e l'Italia», *Quaderni di ricerche*, n. 14; Ente Luigi Einaudi 1974, pagg. 49-53.

(23) Lettera n. 19811/25 dell'Ufficio Italiano dei Cambi del 26 luglio 1974 revocata in data 17 giugno 1975 con lettera n. 14054/30.

5. Politica fiscale nel 1974

Ma ad operare in senso decisamente riduttivo dell'eccedenza delle risorse utilizzate all'interno rispetto al reddito prodotto sono intervenuti nella seconda metà del 1974 numerosi provvedimenti di carattere fiscale, che si sono prevalentemente concretati nell'aumento dell'imposizione, soprattutto indiretta, e delle tariffe pubbliche. Anche la manovra fiscale è stata attuata in modo selettivo per ottenere un più elevato contenimento del disavanzo dei conti con l'estero e nello stesso tempo limitare al massimo l'effetto riduttivo sul reddito: gli aumenti più rilevanti sono stati infatti apportati su prodotti in larga misura importati e cioè sui prodotti petroliferi, sulle carni bovine e sui generi di lusso (24).

L'imposizione diretta ha invece risentito dell'attuazione della seconda parte della riforma tributaria, la quale ha comportato un accentramento del prelievo tributario a livello statale ed un aumento rilevante del gettito in relazione al sovrapporsi della riscossione di vecchie imposte con il nuovo sistema tributario. I provvedimenti adottati nella seconda metà dell'anno (25), a parte l'istituzione dell'imposta « una tantum » sugli autoveicoli, hanno comportato una riduzione dell'imposizione diretta; sono infatti state elevate le detrazioni fisse d'imposta al fine di limitare gli effetti sui redditi più bassi degli aumenti apportati all'imposizione indiretta ed alle tariffe pubbliche. Tale riduzione peraltro ha esercitato effetto sul gettito solo a partire dal 1975.

In relazione alla finalità cui si è già fatto cenno sono state inoltre aumentate sia le tariffe pubbliche (26) sia i contributi sociali per l'assistenza malattia (27). Il complesso delle misure adottate ha dato luogo nel 1974 a maggiori introiti per circa 800 miliardi di lire; tale gettito dovrebbe risultare molto più elevato, circa 2.700 miliardi di lire nel 1975.

(24) D.L. 6 luglio 1974, n. 251 (convertito in Legge 14 agosto 1974, n. 346).

(25) D.L. 6 luglio 1974, n. 251 (convertito in Legge 14 agosto 1974, n. 346).

(26) D.P. 25 febbraio 1974, n. 79 (in *Gazzetta Ufficiale* 30 marzo 1974, n. 85): tariffe postali.

D.P. 16 aprile 1974, n. 165 (in *Gazzetta Ufficiale* 11 maggio 1974, n. 122): tariffe ferroviarie.

Prov. CIPE n. 34/1974 dell'11 luglio 1974: tariffe energia elettrica.

(27) D.L. 8 luglio 1974, n. 264 (convertito in Legge 17 agosto 1974, n. 386).

Il maggior prelievo ha avuto un effetto riduttivo sul reddito disponibile delle famiglie ed ha contribuito alla contrazione del livello generale di attività economica.

6. Grado di funzionalità della politica selettiva del credito

Già si è avuto occasione di rilevare la mancata funzionalità del doppio mercato commerciale e finanziario come strumento selettivo delle operazioni con l'estero, tanto che si è ritenuto di sopprimerlo dopo poco più di un anno di applicazione.

Occorre ora anche accennare al carattere in parte illusorio della disciplina selettiva del credito e in generale dei provvedimenti che mirano a disciplinare il credito in termini qualitativi anziché quantitativi. Al riguardo è da osservare che l'esclusione dei prefinanziamenti su mutui stipulati con istituti di credito speciale, dal limite del 12 per cento degli impieghi bancari, che si giustifica pienamente nella logica del credito selettivo volto a favorire gli investimenti, di fatto ha determinato un relativo svuotamento del vincolo senza il raggiungimento dell'obiettivo, nella misura in cui le aziende di credito hanno concesso finanziamenti oltre il vincolo senza che in corrispondenza nascesse una effettiva attività di investimento.

Questa deviazione è stata considerata rilevante dalle autorità monetarie, cosicché al momento del rinnovo del vincolo al marzo 1975 i prefinanziamenti non sono stati più esclusi (28).

Sempre allo scopo di sottolineare quanto sia difficile valutare correttamente gli effetti delle misure selettive è da aggiungere che nel 1974 l'accentuarsi del « twist » tra tassi a breve e tassi a lunga scadenza ha portato a massimizzare comportamenti validi dal punto di vista del conto economico degli intermediari creditizi, ma contrastanti con la distribuzione ritenuta ottimale fra crediti a breve e crediti a medio e lungo termine. Gli istituti speciali hanno invero rallentato l'utilizzo delle disponibilità accumulate presso le banche ordinarie.

Il comportamento degli istituti di credito speciale può collegarsi al differenziale positivo fra i tassi d'interesse percepiti sui depositi presso le aziende di credito e quelli sui finanziamenti accordati alla clientela, nonché alle previsioni di profitto sulle scorte, ossia alle aspettative di aumento dei tassi d'interesse a medio e lungo termine,

(28) Circolare n. 62 S.T. Associazione Bancaria Italiana dell'8 aprile 1974.

sia di quelli sui crediti non agevolati, sia di quello di riferimento per i contributi statali sugli interessi del credito agevolato (che di fatto è stato elevato dal 9 al 13,8 per cento nel settembre) (29).

Si osserva inoltre che il limite specifico di espansione del credito bancario stabilito per le grandi imprese ha indotto alcune di queste a rallentare il ritmo dei pagamenti alle imprese minori, così da eludere in parte le finalità del provvedimento. Non solo, ma ha rappresentato anche un ostacolo, fino a che non è stato soppresso (dicembre 1974), al raggiungimento del massimale complessivo di finanziamenti, fissato, come si è detto, nella misura del 15 per cento fra l'aprile 1974 e il marzo 1975, in quanto le piccole imprese dimostravano una sensibile elasticità, non attesa, al crescente tasso d'interesse sul credito bancario. La soppressione del vincolo era del resto diventata anche pressante, perché sorgevano eccezionali esigenze di credito da parte di alcune grandi imprese.

I casi elencati dimostrano la difficoltà di perseguire un controllo quantitativo e selettivo nella direzione voluta, difficoltà che sono tanto maggiori quanto più sono diversificati gli obiettivi di natura selettiva e quanto maggiore è il tempo di applicazione. La restrizione di ordine selettivo a carico delle aziende di credito, relativamente agli impieghi, da un lato, e agli investimenti di portafoglio dall'altro, possono infine anche tradursi in un sistema di restrizioni sovradeterminato in quantum nei confronti delle aziende di credito che patiscono limitazioni di ordine globale per effetto delle disposizioni sugli impieghi bancari. Di fatto a fine anno 1973 e 1974 le aziende di credito nel complesso avevano assorbito un volume di titoli eccedenti rispettivamente di 710 e di 411 miliardi l'ammontare prescritto. Questi risultati pongono in chiara evidenza, che la politica selettiva del credito, essendo applicata secondo una formula unica, opera di fatto in termini discriminatori, in quanto deve trascurare le differenze strutturali fra le diverse istituzioni finanziarie (30).

Un'ultima ma di certo non irrilevante considerazione in merito alla politica selettiva trae origine dalla incidenza che essa può esercitare sulla gestione bancaria, determinando una frattura fra il conto economico e l'autonomia decisionale in materia di impieghi e di

(29) D.M. 16 settembre 1974 (in *Gazzetta Ufficiale* 21 ottobre 1974, n. 274).

(30) R. S. MASERA: « Controllo quantitativo del credito: alcune considerazioni generali », in questa stessa Rivista, n. 96, dicembre 1971.

T. PADOA-SCHIOPPA: « Il controllo qualitativo del credito: considerazioni sulla recente esperienza italiana », in questa stessa Rivista, n. 108, dicembre 1974.

investimenti delle aziende di credito. E' indubbio che l'attività bancaria deve essere, nell'interesse generale, disciplinata e controllata dalle autorità monetarie; non è invece certo che sia corretto imputare alle imprese bancarie le conseguenze economiche di specifiche operazioni disposte dalle autorità monetarie. Questo indirizzo comporta una alterazione della gestione bancaria e una ricerca di profitti aggiuntivi idonea a coprire rischi di perdita per operazioni estranee alle scelte delle aziende di credito. Sotto questo profilo sembra lecito rilevare che risultano, in linea di principio, meno costosi per la clientela bancaria sistemi di controllo del credito basati su riserve obbligatorie versate esclusivamente in contante, soprattutto se si considera che i rischi di perdita sono soltanto presunti quando non deve aver luogo una liquidazione del portafoglio titoli prescritto dalle autorità monetarie.

7. Recenti provvedimenti di politica monetaria

A fine gennaio 1975 sono state introdotte modifiche e semplificazioni del regime della riserva obbligatoria relativa agli incrementi dei depositi successivi a fine dicembre 1974 (31). Occorre ora effettuare un versamento in contante in misura pari al 15 per cento dell'incremento mensile della massa fiduciaria al netto dell'incremento dei fondi patrimoniali. La remunerazione della riserva obbligatoria è a carico della Banca d'Italia, secondo la misura che sarà stabilita dal Ministro del Tesoro.

In pari tempo è stato fatto obbligo a tutte le aziende di credito, escluse le casse rurali e artigiane, di effettuare nel corso del primo semestre 1975 investimenti in titoli a reddito fisso in lire in misura non inferiore al 40 per cento dell'incremento dei depositi verificatosi tra fine novembre 1974 e fine maggio 1975, computando i titoli al valor nominale (32). Nella nuova disciplina le riserve sono commisurate al flusso dei depositi anziché alla consistenza.

Questi provvedimenti hanno semplificato le modalità di controllo del credito, sia facendo cadere il vincolo di portafoglio che operava accanto alla riserva obbligatoria versata in titoli, sia abolendo la distinzione tra tipi di deposito (in conto corrente e a risparmio) e

(31) Lettera n. 12616 del 31 gennaio 1975; Banca d'Italia, Vigilanza Aziende di Credito.

(32) Lettera n. 12625 del 14 febbraio 1975; Banca d'Italia, Vigilanza Aziende di Credito.

categorie di aziende di credito (salvo la facoltà che la Banca d'Italia potrà dare alle casse di risparmio di depositare le somme dovute presso l'Istituto centrale delle casse di risparmio italiano ICCRI —, che dovrà impiegarle in contante o altre attività secondo le disposizioni della Banca d'Italia) (33).

A questa semplificazione di procedura nella regolamentazione del credito ha fatto seguito recentemente (marzo 1975) la decisione del Comitato per il credito e il risparmio di non rinnovare i massimali limitativi degli impieghi bancari e quindi di attenuare l'incidenza dei controlli basati sulla destinazione o qualità del credito (34). Questo mutamento nelle modalità operative delle autorità monetarie ora accennato non significa necessariamente un cambiamento di concezione in materia di controllo del credito, in quanto può essere soltanto il riflesso della politica espansiva del credito ora perseguita dalle autorità. A questo riguardo devono essere anche rammentate le altre decisioni prese in pari data e cioè la revoca dell'obbligo del deposito in base monetaria sulle importazioni di merci (35), nonché la possibilità di accesso preferenziale al rifinanziamento della Banca d'Italia per quelle aziende di credito che dimostreranno di aver operato in senso riduttivo sui tassi d'interesse, sia attivi che passivi.

Nel quadro di una migliore funzionalità dei meccanismi di regolazione della liquidità nascente dal finanziamento monetario del Tesoro occorre infine accennare alle modifiche, introdotte pure nel marzo scorso, relative al collocamento dei buoni ordinari del Tesoro emessi per la copertura delle necessità di breve periodo del bilancio dello Stato, essendo ora prevista anche la partecipazione della Banca d'Italia e di operatori non bancari alle aste in concorrenza con le aziende di credito al fine di esercitare un migliore controllo dei tassi di aggiudicazione (36). In questo nuovo quadro operativo avrà luogo la quotazione in borsa dei BOT e la formazione di un più efficiente mercato monetario, idoneo ad esprimere prontamente gli effetti della politica monetaria.

(33) FRANCESCO MASERA: « La riserva obbligatoria nel sistema istituzionale italiano », *Quaderni di ricerche* n. 8, Ente Luigi Einaudi, 1971.

(34) Comunicato Stampa del Comitato interministeriale del credito in data 21 marzo 1975.

(35) D.M. 21 MARZO 1975 (in *Gazzetta Ufficiale* 24 marzo 1975, n. 80).

(36) Comunicato Stampa del Comitato interministeriale del credito in data 21 marzo 1975.

8. Andamento della bilancia dei pagamenti nel 1974

All'attuale mutamento della politica monetaria italiana verso indirizzi espansivi hanno certamente concorso, da un lato, il sensibile miglioramento della bilancia dei pagamenti, dall'altro, la flessione in corso del livello dell'attività produttiva interna.

Relativamente alla bilancia dei pagamenti dell'Italia è da notare che nel 1974 ha presentato un disavanzo globale pari a 7,6 miliardi di dollari ed è stata caratterizzata da due fasi evolutive nettamente differenziate: nella prima metà dell'anno il saldo globale è risultato passivo per 6,6 miliardi, ove si pongano « sotto la linea » i finanziamenti compensativi pari a 2,1 miliardi di dollari; nella seconda metà il disavanzo si è fortemente ridimensionato scendendo a 1 miliardo ed essendo nulli i finanziamenti compensativi.

Il miglioramento dei conti con l'estero manifestatosi in tutti i settori della bilancia dei pagamenti (tab. 2), può collegarsi a molteplici fattori di natura sia interna sia esterna. L'apporto maggiore al rovesciamento delle tendenze dei conti con l'estero è venuto dal settore dei movimenti di capitali. Il carattere restrittivo della politica monetaria seguito a partire dal mese di marzo e il successivo provvedimento sul deposito previo all'importazione hanno posto le premesse per un rapido cambiamento delle condizioni che avevano condotto, nei primi mesi dell'anno, ad un largo deflusso di fondi. L'inversione di maggiore entità ha riguardato i crediti commerciali, che hanno registrato un deflusso netto di 0,6 miliardi di dollari nel primo semestre e un introito netto di circa 1,3 miliardi di dollari nel secondo, interamente dal lato delle importazioni. Il credito concesso agli importatori italiani sotto forma di pagamenti dilazionati ha alleggerito l'onere finanziario rappresentato dal versamento del deposito infruttifero sulla merce importata.

Anche il miglioramento delle partite correnti è stato notevole: il disavanzo si è ridotto da 4,9 miliardi di dollari nel primo semestre a 2,9 miliardi nel secondo, per effetto soprattutto del rovesciamento di segno delle partite non petrolifere della bilancia commerciale.

L'analisi su base mensile degli scambi mercantili pone in evidenza una tendenza negativa fino ad aprile e successivamente un progressivo miglioramento. Un esame per categorie di merci mostra un notevole miglioramento nei saldi attivi dei beni di consumo non alimentari e nei beni finali di investimento, nonché nei saldi passivi

ITALIA - BILANCIA DEI PAGAMENTI 1973-1974
(milioni di dollari)

	1973						1974					
	1° semestre			2° semestre			1° semestre			2° semestre		
	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo
PARITE CORRENTI	14.508	15.952	- 1.444	18.375	19.463	- 1.088	32.883	35.415	- 2.532			
merci	9.555	11.406	- 1.851	12.581	14.710	- 2.129	22.136	26.116	- 3.980			
di cui:												
scambi di petrolio e derivati	487	1.120	- 633	750	1.663	- 913	1.237	2.783	- 1.546			
servizi e trasferimenti	4.953	4.546	407	5.794	4.753	1.041	10.747	9.299	1.448			
Movimenti di capitali	6.714	7.801	- 1.087	12.246	13.404	- 1.158	18.960	21.205	- 2.245			
Crediti commerciali	1.302	1.456	- 154	1.110	900	210	2.412	2.356	56			
Altri (incl. errori e omissioni)	5.412	6.345	- 933	11.136	12.504	- 1.368	16.548	18.849	- 2.301			
TOTALE	21.222	23.753	- 2.531	30.621	32.867	- 2.246	51.843	56.620	- 4.777			
Finanziamenti:												
Prestiti compensativi	2.531	-	2.531	3.501	1.255	2.246	6.032	1.255	4.777			
Disponibilità ufficiali	957	-	957	3.463	-	3.463	4.420	-	4.420			
Aziende di credito	831	-	831	-	620	- 620	831	620	211			
Aggiustamenti di cambio	643	-	643	12	602	- 590	655	602	53			
TOTALE	100	-	100	26	33	- 7	126	33	93			

ITALIA - BILANCIA DEI PAGAMENTI 1973-1974
(milioni di dollari)

(segue TAB. 2)

	1974						1974					
	1° semestre			2° semestre			1° semestre			2° semestre		
	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo	crediti	debiti	saldo
PARITE CORRENTI	16.647	23.519	- 4.872	23.444	26.362	- 2.918	42.091	49.881	- 7.790			
merci	13.151	17.907	- 4.756	16.689	20.384	- 3.695	29.840	33.291	- 3.451			
di cui:												
scambi di petrolio e derivati	1.034	3.955	- 2.921	1.269	5.284	- 4.015	2.303	9.239	- 6.936			
servizi e trasferimenti	5.904	5.620	284	6.755	5.978	777	12.259	11.598	661			
Movimenti di capitali	8.011	9.741	- 1.730	5.457	3.491	1.966	13.468	13.232	236			
Crediti commerciali	794	1.419	- 625	2.338	1.074	1.264	3.132	2.493	639			
Altri (incl. errori e omissioni)	7.217	8.322	- 1.105	3.119	2.417	702	10.336	10.739	- 403			
TOTALE	26.658	33.260	- 6.602	28.901	29.833	- 932	55.559	63.113	- 7.554			
Finanziamenti:												
Prestiti compensativi	7.511	909	6.602	8.959	8.007	952	16.470	8.916	7.554			
Disponibilità ufficiali	2.068	-	2.068	-	31	- 31	2.068	31	2.037			
Aziende di credito	2.793	-	2.793	1.812	-	1.812	4.605	-	4.605			
Aggiustamenti di cambio	2.511	909	1.602	7.105	7.976	- 871	9.616	8.885	731			
TOTALE	139	-	139	42	-	42	181	-	181			

delle derrate alimentari. Nei beni finali di consumo non alimentare hanno avuto un rilievo significativo tanto la diminuzione delle importazioni che l'aumento delle esportazioni; nel comparto dei beni finali di investimento l'inversione di tendenza è stata determinata esclusivamente da una dilatazione delle vendite. Sotto il profilo geografico, le esportazioni verso i paesi OPEC hanno segnato un notevole incremento, tanto che la quota di partecipazione, rispetto al totale è salita all'8,4 per cento nel 1974 contro il 5,7 per cento nel 1973.

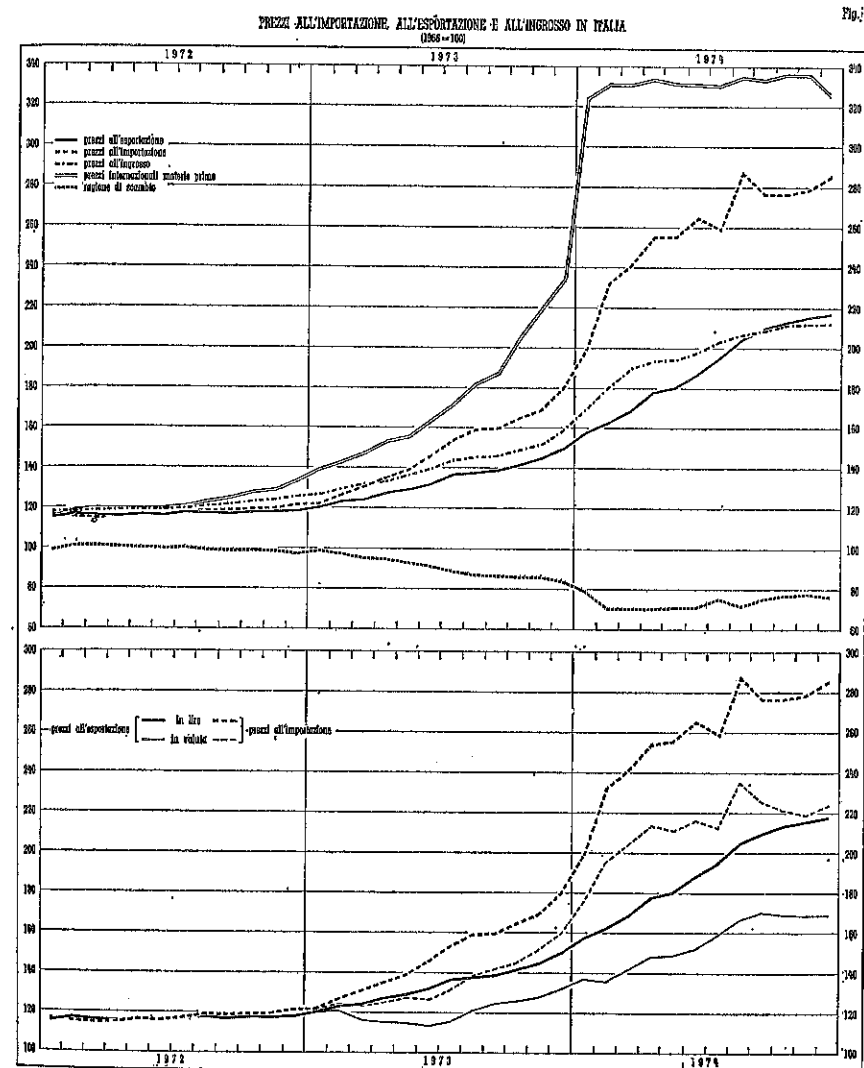
In termini di quantum e di prezzi (tab. 3; fig. 2) si è avuto nel 1974 rispetto all'anno precedente: *a*) un andamento pressoché stazionario delle quantità e un deciso incremento dei prezzi nelle importazioni; *b*) un aumento sensibile delle quantità e un rialzo dei prezzi nelle esportazioni; *c*) un forte peggioramento della ragione di scambio.

TAB. 3
BILANCIA COMMERCIALE (1)

	VALORI		QUANTITÀ		PREZZI	
	Importazioni	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni	Importazioni	Esportazioni
1972	100	100	100	100	100	100
1973 I Semestre	125,2	103,9	110,6	96,6	113,2	107,3
II »	162,8	134,9	118,1	113,4	137,8	118,8
ANNO . .	144,0	119,5	114,3	105,0	126,0	113,8
1974 I Semestre	228,5	165,9	117,3	114,7	194,8	144,6
II »	243,9	196,9	109,6	113,1	222,5	174,1
ANNO . .	236,2	181,4	113,4	113,9	208,3	159,3

(1) Dati destagionalizzati sulla base degli indici ISTAT relativi alle 14 categorie « per destinazione economica »

I prezzi in Italia hanno avuto un andamento fortemente in ascesa ma irregolare nel corso del 1974; quelli impliciti del prodotto lordo hanno segnato l'incremento più elevato (16,6 per cento) dall'ultimo dopoguerra; l'andamento della ragione di scambio ha impresso un'espansione ancor più accentuata ai prezzi dei consumi e degli investimenti (21,6 per cento). In relazione all'evoluzione comparativa dei prezzi e delle quantità scambiate con l'estero, l'aumento



della domanda interna in termini reali è risultato inferiore a quello del prodotto lordo interno, mentre l'aumento della domanda interna in valore è risultato maggiore di quello del prodotto lordo interno. L'aumento del prodotto lordo interno non assorbito dalla domanda interna è stato trasferito all'estero, così da ridurre il disavanzo in termini reali e neutralizzare in parte l'aggravio dovuto al peggioramento della ragione di scambio.

I legami ora descritti sono naturalmente soltanto di tipo contabile, non già indicativi di rapporti causali ex ante, in quanto i peggioramenti della ragione di scambio, domanda interna e prodotto lordo interno, in valori correnti e in valori reali, si sono mutuamente condizionati insieme con molteplici altri fattori.

Nel primo trimestre il rialzo dei prezzi interni è stato assai brusco, soprattutto per effetto del continuo rapido aumento dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali; nel secondo trimestre i prezzi sia all'ingrosso sia al dettaglio hanno registrato una notevole decelerazione. Il pacchetto di misure fiscali introdotto in estate concernente in massima parte le imposte indirette ha provocato una temporanea spinta inflazionistica: tuttavia, gli effetti dell'inasprimento fiscale si sono prodotti anche sulla domanda, contrattasi al volgere dell'anno, cosicché il reddito disponibile delle famiglie è aumentato meno del reddito nazionale. In dicembre i prezzi al dettaglio sono aumentati in misura inferiore all'1 per cento ossia ad una media annua del 12 per cento contro il 25 per cento del periodo dicembre 1973-dicembre 1974.

Il rallentamento dell'inflazione è derivato inoltre dall'analogha tendenza assunta dall'aumento dei prezzi internazionali delle materie prime, che hanno poi subito un ribasso. Il fenomeno ha causato all'interno una decisa contrazione dei prezzi all'ingrosso, che a sua volta si è ripercossa e continua ad influenzare i prezzi al dettaglio.

9. Analisi dell'esperienza italiana in materia di cambi fluttuanti

Il quadro ora esposto della situazione economica italiana ha trovato una cornice operativa nei rapporti con l'estero, attraverso il sistema dei tassi di cambio fluttuanti seguito a partire dal gennaio 1973 (37).

A questo riguardo è da osservare che la politica dei cambi fluttuanti italiana è stata di tipo spurio tenuto conto degli interventi ufficiali di natura analoghi a quelli che hanno luogo in regime di cambi fissi. Le variazioni di cambio sono state di fatto smussate dalle autorità monetarie essendosi collegate alla tendenza di fondo più che alla evoluzione contingente della domanda e dell'offerta di cambi

(37) FRANCESCO MASERA: «L'esperienza italiana in materia di cambi fluttuanti e "il serpente comunitario"», *Contributi alla ricerca economica*, Banca d'Italia, dicembre 1973, pagg. 245-267.

esteri. Come nel sistema di cambi fissi, l'andamento della bilancia dei pagamenti ha suggerito mutamenti nella politica interna monetaria e fiscale ed ha operato come strumento di variazione della base monetaria.

Nonostante la fluttuazione del tasso di cambio, il vincolo di bilancia dei pagamenti è stato avvertito dalle autorità monetarie italiane attraverso l'esigenza di controllare il deprezzamento del tasso di cambio al fine di contenere il processo inflatorio interno (fig. 2) particolarmente accentuato per effetto sia dell'aumento dei prezzi all'origine delle merci importate (materie prime nel 1973, petrolio nel 1974) sia del finanziamento da parte della Banca centrale del disavanzo del Tesoro. Gli interventi effettuati dalla Banca d'Italia per contenere il deprezzamento della lira pongono in evidenza il carattere rilevante del vincolo di prezzo nella condotta della politica monetaria, pur essendo questa condizionata a monte dalle esigenze di creazione di base monetaria per la copertura del disavanzo del settore pubblico.

In un periodo di profondi turbamenti del sistema monetario internazionale e di generale riassetto del livello e della politica in cambi, le autorità economiche italiane hanno ritenuto necessario seguire, al fine anche di una ripresa congiunturale del paese, una politica di tassi di cambio fluttuanti, amministrata tuttavia mediante massicci interventi ufficiali soprattutto in vendita, così da contenere non solo le temporanee oscillazioni ma anche le pressioni di fondo sul cambio della lira, derivanti da operazioni autonome sul mercato.

Nel periodo iniziale febbraio-luglio 1973 la lira, pur in presenza di interventi a sostegno pari a 1.570 milioni di dollari, subiva un deprezzamento di circa il 15 per cento; nella restante parte dell'anno, durante la quale gli interventi a sostegno ammontavano a 1.090 milioni di dollari, la lira commerciale dapprima si apprezzava per poi stabilizzarsi intorno ad un tasso di cambio svalutato di circa il 10 per cento. Nel primo semestre del 1974 nuovi fattori intervenivano ad aggravare il deprezzamento della lira, nonostante l'ampiezza degli interventi a sostegno (5.420 milioni di dollari): l'ulteriore rincaro del prezzo del petrolio congiuntamente all'evoluzione negativa, anche sotto il profilo quantitativo, degli scambi con l'estero, concorrevano in larga misura ad elevare al 18 per cento circa il tasso di svalutazione della lira. Nel secondo semestre il ritmo di svalutazione si rallentava

e mostrava tendenza a stabilizzarsi intorno al 22 per cento fra il dicembre 1974 e il marzo 1975: era soprattutto la politica interna di contenimento della domanda, svolta con strumenti fiscali creditizi che consentiva di ridimensionare il disavanzo degli scambi con l'estero e di rovesciare l'andamento negativo dei movimenti di capitali autonomi con l'estero.

L'esperienza italiana ha posto in chiara evidenza che la piena fluttuazione del tasso di cambio assicura un'autonomia nella condotta della politica monetaria interna soltanto se si accetta che i prezzi diventino variabile dipendente dal livello dei cambi ed ha riconfermato che, volendo perseguire la stabilità dei prezzi, occorre operare sul livello della domanda interna, o meglio condurre una politica monetaria e fiscale volta ad elevare il reddito senza che la spesa interna aumenti in proporzione. L'autonomia della politica monetaria interna tende quindi ad essere tanto più obliterata quanto più la fluttuazione del tasso di cambio, nel quadro dell'equilibrio di bilancia dei pagamenti di un paese, si traduce in una corrispondente variazione dei costi.

Ciò detto, è anche da sottolineare che in un contesto internazionale di tassi fluttuanti, come si verifica attualmente, la stabilità del tasso di cambio di una moneta si pone in termini sui generis, nel senso che si deve ragguagliare in linea di principio al DSP, il quale a sua volta risulta determinato da un paniere di valute di cui fanno parte con pesi diversi le principali sedici monete dei paesi membri del Fondo Monetario (38). Nei paesi aventi risorse produttive inutilizzate l'eliminazione dello squilibrio negli scambi con l'estero potrà tanto più conciliarsi con le esigenze di carattere interno quanto più avrà luogo uno spostamento, anziché una contrazione della spesa, da realizzare attraverso maggiori investimenti a scapito dei consumi. In condizione di sottoccupazione, la svalutazione del tasso di cambio può giovare a questo fine, sempre che non si traduca in un corrispondente incremento dei costi; mentre non è necessariamente utile in regime di piena occupazione, tenuto conto che in questo caso l'equilibrio deve pur sempre essere realizzato attraverso una riduzione della spesa e che l'obiettivo della conciliazione fra l'equilibrio esterno e quello interno può essere perseguito con normali strumenti monetari e fiscali. In ogni caso, la svalutazione per produrre i suoi

(38) Decision of I.M.F. Executive Board No. 4233, (74/67) S, June 13, 1974, as amended by Decision No. 4261, (74/78) S, July 1, 1974.

effetti, deve tradursi in una riduzione del rapporto fra la spesa ed il reddito e deve quindi accompagnarsi ad una politica economica che asseconi questa tendenza.

L'analisi ora condotta sembra indurre implicitamente a respingere la variazione dei cambi affidata al mercato come strumento automatico ed esclusivo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti di un paese. L'accoglimento di questo indirizzo potrebbe equivalere in sostanza ad un ritorno verso il principio della mano invisibile come strumento regolatore dell'attività produttiva e della distribuzione del reddito. L'esperienza suggerisce e la logica richiede che gli indirizzi di politica economica siano invece frutto di decisioni collegate allo scrutinio degli effetti positivi e negativi che possono produrre sia in sede interna sia in sede internazionale.

Concludendo, la scelta degli strumenti correttivi del disavanzo di bilancia dei pagamenti di un paese dipende dai seguenti fattori: a) dalle funzioni obiettive di reazione dell'economia e cioè dal grado di deprezzamento del tasso di cambio richiesto per ristabilire l'equilibrio nei conti con l'estero e dalle ripercussioni della svalutazione sul livello dei prezzi interni; b) dal grado di occupazione delle risorse disponibili di un paese; c) dalle funzioni di preferenza delle autorità economiche rispetto a inflazione e disoccupazione.

La decisione finale dipende pertanto, sia da elementi oggettivi, direttamente suscettibili di analisi economica, sia da elementi soggettivi che comportano giudizi di valore. In ogni caso, la scelta finale va condizionata al sistema di cambi fissi o fluttuanti, vigente sul mercato dei cambi internazionale e al grado competitivo di forza economica degli associati ove si intenda aderire ad una congiunta fluttuazione dei cambi. Occorre invero evitare di seguire un sistema di cambi non conforme a quello della generalità dei paesi e rammentare che, per un vaso di coccio, è sempre pericolosa la vicinanza e la pressione dei vasi di ferro.

10. Prospettive economiche per il 1975

Il 1975 si è iniziato con favorevoli prospettive di evoluzione della bilancia dei pagamenti e dei prezzi interni, ma in un quadro di incertezze e difficoltà in materia di produzione industriale e utilizzo della capacità produttiva, in conseguenza della contrazione della domanda interna sia di beni di consumo che di investimenti.

La produzione industriale, che ha toccato il livello massimo a

metà del 1974, in dicembre era del 12 per cento inferiore rispetto ad un anno prima; nella media dell'anno 1975 si stima che possa presentare una flessione del 5-10 per cento rispetto al 1974. Per la prima volta dalla fine della guerra il prodotto nazionale lordo subirà una riduzione in termini reali.

Il livello di disoccupazione non è tuttavia finora salito: esso è tuttora notevolmente basso, pari a circa il 3 per cento delle forze di lavoro; il meccanismo di sospensione temporanea dal lavoro (insieme con la cassa integrazione guadagni) consente al settore industriale di mantenere pressoché immutato il livello di occupazione. La fonte maggiore di preoccupazione per gli anni futuri nasce dai conti del settore pubblico; mentre il disavanzo dello Stato registrerà una sostanziale diminuzione in termini nominali nel 1975 (ed ancor più sensibile in termini reali), il disavanzo degli enti territoriali e del sistema di previdenza sociale subirà un ulteriore incremento.

Il livello della spesa pubblica in Italia è attualmente pari al 40 per cento circa del prodotto nazionale lordo; questa percentuale non è più elevata di quella esistente negli altri paesi CEE; invece il livello delle entrate, pari a circa il 32 per cento del prodotto nazionale lordo, è notevolmente inferiore. Il disavanzo del settore pubblico si ragguaglia così intorno all'8 per cento del prodotto nazionale lordo.

Con la Comunità economica si è assunto l'impegno di eliminare gradualmente nei prossimi cinque anni la parte corrente di tale disavanzo. A tale scopo il governo italiano sottoporà alla Commissione europea un piano dettagliato, proponendo le misure atte a contenere gradualmente l'aumento della spesa improduttiva, ad accrescere le entrate fiscali e soprattutto ad eliminare l'evasione fiscale. Sarà presentato inoltre un piano particolareggiato sui provvedimenti intesi a razionalizzare il campo dei trasporti pubblici ed a risparmiare risorse energetiche.

L'Italia ha ridotto in misura sostanziale il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti anticipando persino i tempi di attuazione degli impegni con il Fondo Monetario Internazionale e la Comunità europea.

Le difficoltà interne italiane sono pur sempre considerevoli ed il costo per superarle si è dilatato per effetto della situazione economica generale depressa. La soluzione dei problemi economici dell'Italia è legata e continuerà ad esserlo, alla cooperazione internazionale. Le politiche di inflazione controllata dalle economie più forti, in particolare degli Stati Uniti e della Germania, potranno agevolare

l'avviamento di un nuovo ciclo espansivo internazionale, sul quale l'Italia potrà basare lo sviluppo, continuando a migliorare nello stesso tempo i conti con l'estero. La capacità produttiva, basata nel 1973 e nel 1974 sull'aumento degli investimenti e l'attuale basso livello di utilizzo della stessa, denotano una notevole possibilità di espansione delle nostre esportazioni.

I nostri problemi non sono tuttavia risolti; la cooperazione finanziaria è essenziale nel breve periodo, per colmare le esigenze di bilancia dei pagamenti del 1975 (stimate in 5 miliardi di dollari, tenuto conto delle quote di capitale e di interessi da rimborsare).

In effetti, occorreranno vari anni prima che l'espansione delle esportazioni riesca a neutralizzare completamente l'effetto dell'aumento del prezzo del petrolio sui nostri conti con l'estero.

11. Problematica dello sviluppo economico italiano

L'analisi critica del recente sviluppo economico italiano pone in chiara evidenza che il processo di accumulazione del capitale condiziona sia l'occupazione delle forze di lavoro, sia la possibilità di modifica degli squilibri territoriali e sociali. Non solo; essa anche dimostra che si deve sottoporre a verifica la compatibilità degli obiettivi e delle strutture economiche. Non sempre nel creare aspettative e nel formulare obiettivi si tiene conto di questa compatibilità; non sempre piace costatare che scegliere una cosa significa rinunciare a un'altra. Il controllo continuo delle idee con la realtà ed anche con i limiti che questa impone, è una dote importante per un corretto ragionare.

Il rapido aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi pone alle singole economie problemi che non trovano riscontro nelle esperienze del passato. In varie sedi è stato ribadito il principio che la peculiarità della presente situazione richiede la ricerca di soluzioni che tengano conto dello stretto grado di interdipendenza che lega le varie economie.

Da questa constatazione nasce l'esigenza di un più stretto contatto fra i responsabili di politica economica dei paesi, in maniera tale che dal dibattito dei singoli argomenti emergano conclusioni utili per la collettività mondiale presa nel suo complesso. Sotto questa luce il dialogo fra paesi consumatori e paesi produttori di petrolio sembra assolvere un compito di primaria importanza.

In ogni caso occorre evitare un comportamento restrittivo gene-

ralizzato, che sarebbe inefficace per il principio logico della fallacia di composizione. La soluzione va cercata, in primo luogo, con un maggior apporto di strumenti ufficiali al finanziamento dei disavanzi petroliferi, e in secondo luogo, con il rafforzamento del riciclaggio dei flussi di capitali da realizzare sia mediante allungamento nelle scadenze delle posizioni creditorie e ristrutturazione dei portafogli internazionali, sia mediante modifiche nella composizione dei paesi beneficiari dei prestiti così da includere, con l'interposizione della Banca Mondiale, i paesi in via di sviluppo e avviare un processo tripolare (paesi esportatori di petrolio, paesi in via di sviluppo, paesi industriali) di espansione del commercio mondiale. In questo quadro operativo si deve anche convenire che la distribuzione di DSP sia differenziata in relazione diretta al parametro della maggiorazione dei costi delle importazioni di prodotti petroliferi e inversa a quello delle riserve ufficiali nette detenute, previa rivalutazione dell'oro al prezzo di mercato, stabilendo nel contempo che l'assegnazione sia gratuita per i paesi meno sviluppati e a un basso tasso di interesse per gli altri paesi.

L'esperienza del 1974 in materia di sviluppo e di distribuzione della liquidità internazionale non è stata positiva, se si tiene conto: a) che la quantità di liquidità internazionale rapportata al commercio mondiale si è ridotta del 22 per cento (39); b) che l'azione restrittiva si è soprattutto esercitata nei confronti dei paesi meno dotati finanziariamente.

Volendo trarre un rilievo conclusivo dalla esposizione ora svolta sulla politica economica italiana e sulla problematica dello sviluppo del nostro paese e dell'economia mondiale, mi sembra di dover sottolineare che nelle attuali circostanze la collaborazione internazionale è più che mai la « conditio sine qua non » per risolvere i problemi economici dei vari paesi. E' questa un'utopia? Sì, se si considerano le difficoltà e gli ostacoli di cui è irta la via di una effettiva integrazione internazionale o se si guarda alla lunga storia di conflitti e di separazioni cui il raggiungimento della meta porrebbe termine. No, se si prende atto della necessità obiettiva delle istituzioni economiche sovranazionali o se si ha presente il moltiplicarsi di organismi e strumenti intesi a risolvere, sia pure in modo imperfetto e parziale, i problemi della collaborazione internazionale. FRANCESCO MASERA

(39) G. CARLI: « Il ruolo degli Stati Uniti nel sistema monetario internazionale: possibilità e limiti », *Bancaria*, n. 1, gennaio 1975, pag. 8.