

SENATO DELLA REPUBBLICA

————— VII LEGISLATURA —————

6^a COMMISSIONE

(Finanze e tesoro)

INDAGINE CONOSCITIVA SUL FUNZIONAMENTO DELLE BORSE VALORI IN ITALIA

(articolo 48 del Regolamento)

Resoconto stenografico

9^a SEDUTA

MERCOLEDÌ 29 GIUGNO 1977

Presidenza del Presidente SEGNANA

INDICE DEGLI ORATORI

PRESIDENTE	Pag. 199, 209, 210	<i>MORLINO, ministro del bilancio e della pro-</i>
ALETTI (DC)	209	<i>grammazione economica</i>
GIACALONE (PCI)	210	Pag. 199
LI VIGNI (PCI)	210	
LUZZATO CARPI (PSI)	210	

Interviene alla seduta, a norma dell'articolo 48 del Regolamento, il ministro del bilancio e della programmazione economica Morlino.

La seduta ha inizio alle ore 10.

A S S I R E L L I, segretario, legge il processo verbale della seduta precedente, che è approvato.

P R E S I D E N T E. L'ordine del giorno reca il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle Borse valori in Italia: audizione del Ministro del bilancio e della programmazione economica, ai sensi dell'articolo 48 del Regolamento.

È qui presente il ministro del bilancio e della programmazione economica senatore Morlino, che dovrebbe oggi svolgere la replica alla discussione avvenuta in una precedente seduta. Innanzitutto lo ringrazio vivamente per avere aderito alla nostra richiesta di venire di nuovo in Commissione. Mi spiace che nella precedente seduta non vi sia stato il tempo materiale per ascoltare la sua replica, ma credo che questo ci abbia agevolato nei nostri lavori, e nello stesso tempo consenta al Ministro di svolgere una replica più riposata, e quindi più meditata.

M O R L I N O, ministro del bilancio e della programmazione economica. Ringrazio il signor Presidente. Effettivamente egli dice bene quanto all'utilità di una replica più... riposata, anche perchè il pregio di questa necessaria ed utile indagine conoscitiva da loro intrapresa è talmente radicato nelle urgenze della realtà che essa si è trasformata in un'interrogazione permanente, per cui alcune questioni hanno trovato risposta nei fatti successivamente accaduti. Ho quindi pensato che sarebbe stato forse opportuno rispondere alle domande presentando, ai fini di una indagine conoscitiva che resta poi acquisita agli atti, una specie di secondo intervento. Per ragioni però di brevità, nonostante la mia abitudine di parlare a voce, leggerò un documento che ho preparato e che poi consegnerò.

Nella seduta precedente, per non dire qualcosa che fosse soltanto ripetitiva, ma avesse una vocazione propria da porre a base della validità di ascoltare anche il Ministro del bilancio, mi ero soffermato fondamentalmente sui problemi che lo squilibrio fra risparmi e investimenti ha posto in misura crescente negli ultimi anni e sul fatto che l'eccezionale aumento del grado di dissociazione tra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti rende più importante il buon funzionamento dei mercati creditizi. Gli indicati squilibri si sono riflessi nei bilanci degli operatori finali attraverso un forte aumento dell'indebitamento del settore statale e di quello delle imprese, cui corrisponde un accumulo di attività finanziarie delle famiglie, specialmente nelle forme più liquide, e degli operatori non residenti. La causa di siffatta evoluzione era stata sinteticamente indicata nell'eccezionale aumento del prezzo del petrolio e delle altre materie prime, che ha imposto per il breve periodo un rallentamento del tasso di accumulazione. L'insufficiente formazione del risparmio si è manifestata tanto nel settore pubblico che in quello delle imprese. Per il primo settore il divario crescente fra l'aumento delle spese, specialmente per servizi pubblici e per trasferimenti soprattutto di parte corrente, poste a carico del bilancio dello stato e la dinamica delle entrate tributarie, ha condotto a partire dal 1971 alla formazione di un costante disavanzo di parte corrente. Per le imprese, la caduta del tasso di profitto e il tipo di distribuzione del reddito, che ha privilegiato la remunerazione del fattore lavoro rispetto all'attività imprenditoriale e al capitale, hanno comportato risultati di esercizio spesso negativi. Rilevavo altresì che la quota preponderante del finanziamento degli investimenti e, in certi periodi, anche il fabbisogno della gestione, sono stati coperti con il ricorso al mercato dei capitali. Il mercato ha manifestato in generale una grande capacità d'intermediazione e di trasformazione delle scadenze fra quelle desiderate dai risparmiatori che affidano il risparmio agli intermediari e

quelle domandate dagli operatori che si indebitano.

Peraltro, la caduta del livello dei profitti ha provocato l'avversione dei privati e degli investitori istituzionali per l'acquisto di azioni, rendendo il mercato azionario poco disponibile per la raccolta di capitale di rischio. È questo il dato più importante. La diagnosi fatta, mi sembra abbia trovato ampi consensi tanto che i quesiti posti hanno riguardato in grande prevalenza l'esigenza di una maggiore analisi per certi settori dell'economia, come quello delle imprese pubbliche, l'adeguatezza dell'attuale politica monetaria e del livello dei tassi d'interesse e alcuni aspetti specifici sul funzionamento del mercato azionario.

Ma proprio il fatto che la discussione si sia svolta su questi temi significa che la causa di fondo a base delle difficoltà lamentate è che l'investimento azionario non dà le convenienze che dovrebbe dare. Questo è il dato elementare sul quale credo siamo tutti d'accordo. Poi, a valle di tutto questo, non si esclude che i problemi vanno specificati nelle analisi e anche in alcuni altri aspetti. Chiedo poi scusa se non rispondo intervento per intervento, ma ho ritenuto di regolarmi in questo modo proprio per dare alle mie risposte il carattere di un documento leggibile a chi eventualmente consulterà, fra anni, per la storia di questo secondo trentennio, gli atti del Senato italiano.

In questa occasione mi prefiggo di rispondere ai quesiti postimi, raggruppandoli per omogeneità di argomento, e di aggiungere in particolare qualche riflessione sul modo in cui il libero comportamento dell'impresa si dovrebbe conciliare con l'attività di controllo dei fatti aziendali. È quindi, il mio, un modo di cogliere i quesiti.

Il primo punto però cui voglio rispondere era stato implicitamente sollevato dal senatore Andreatta, che aveva ritenuto ovvio — e voglio sottolineare questo — immaginare che nel rapporto tra programmazione ed impresa non dovesse mai nascere una proiezione dell'autorità pubblica all'interno dell'impresa stessa. Tutti i rapporti, cioè, devono restare all'esterno dell'impresa. An-

dreatta sottolineava giustamente questo aspetto perchè credo coincidessero con il suo pensiero i ricordi dei dibattiti avvenuti presso il CNEL in due occasioni: quando si discusse sulla prima bozza di programmazione economica, ma soprattutto quando il CNEL discusse lo statuto delle società per azioni, dove proprio una cara figura ed un'autorevole persona scomparsa come Romani sosteneva che il momento pubblico si dovesse proiettare addirittura dentro la vita delle imprese, e che fondamentalmente in quell'organo particolare di controllo all'interno dell'impresa stessa che è il collegio dei sindaci ci fosse una proiezione di nomina pubblica. Invece in quel dibattito al CNEL sostenemmo che una programmazione può essere pregnante quanto si voglia, ma finchè vivremo in un sistema ad economia tendenzialmente di mercato, e non ad economia assorbita nell'amministrazione, è chiaro che il rapporto può anche essere dialettico, ma per essere poi veramente costruttivo, e non creare collusioni o confusioni, presuppone che il soggetto sia rispettato nella sua autonomia e nella sua indipendenza dall'autorità pubblica e dall'Amministrazione.

Mi preme che queste precisazioni vengano rilevate con chiarezza ed aggiunte a quanto è stato scritto, in modo che restino agli atti.

Si tratta quindi di un tipo di controllo di carattere esterno che, senza intervenire negli atti di gestione propri degli organi di governo dell'impresa, garantisce le condizioni per una eguaglianza di trattamento anche agli azionisti di minoranza e una corretta trasparenza dei fatti sociali a vantaggio dei terzi, con cui l'impresa intrattiene rapporti, e più in generale del pubblico, quando la dimensione dell'impresa e il suo *status* sono tali da toccare direttamente l'interesse del pubblico medesimo.

Una parte di norme di diritto pubblico sono nel codice civile, in questo caso però non per salvaguardare la programmazione, bensì nell'interesse degli azionisti di minoranza o dei terzi.

Inoltre per enti e imprese operanti in settori di particolare interesse pubblico, come quelli del credito e delle assicurazioni, è, ad

esempio, operante un controllo continuo, preventivo e successivo, previsto sia per gli atti di ordinaria che di straordinaria amministrazione, diretto a verificare la rispondenza degli atti sociali a leggi, regolamenti, statuti, nonché in certi casi alla compatibilità del mercato in generale; per gli altri settori, industriale, commerciale, dei servizi è prevista dalla legge n. 216 per le imprese che si rivolgono al pubblico, la certificazione dei bilanci.

La certificazione dovrebbe riscontrare la corretta redazione del bilancio, oltre che da un punto di vista di rispondenza dei criteri adottati alle norme di legge, da quello dell'impostazione e valutazione delle singole poste in relazione ai probabili valori di mercato.

Com'è noto, l'istituzione e il funzionamento delle società di revisione sono già regolamentati dal decreto del Presidente della Repubblica 31 marzo 1975, n. 136; il decreto attua l'articolo 2, lettera a) della legge n. 216 che istituisce la Consob, riguardante il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle società quotate in borsa. Per l'inizio dell'attività di certificazione mancano ancora alcuni adempimenti. Le società di certificazione per esercitare la loro attività devono essere iscritte ad un albo speciale tenuto dalla Consob; tale iscrizione può essere richiesta entro sei mesi dalla pubblicazione sulla *Gazzetta Ufficiale* dei regolamenti di organizzazione della Consob, pubblicazione che non è ancora avvenuta perchè i regolamenti sono in corso di definizione. Una volta che l'albo sarà funzionante le società quotate dovranno conferire l'incarico di revisione ad una società iscritta.

Non si tratta quindi di un tipo di controllo che entra nel merito degli atti sociali o che delimita il campo delle scelte degli imprenditori, bensì di un'attività di informazione del pubblico, resa necessaria dal fatto che le imprese quotate, domandando fondi al mercato, devono soggiacere al giudizio del pubblico fornendo gli elementi necessari perchè la valutazione della loro consistenza patrimoniale e capacità di reddito possa essere la più ampia e la più completa.

L'intervento di un certificatore professionale indipendente dalla società è richiesto dall'esigenza di fornire al pubblico garanzie di capacità di indagine e di neutralità di giudizio che un controllo gestito dalle stesse società non è sempre in grado di fornire.

Il fine perseguito dalle autorità è quindi di proteggere il singolo risparmiatore, che fornisce il capitale a titolo di partecipazione o a titolo di prestito all'impresa; in quanto il singolo, a differenza degli operatori professionali, non è in grado di verificare in modo autonomo la veridicità dei risultati della gestione e della consistenza patrimoniale, così come vengono indicati nei bilanci.

Un secondo obiettivo che ci si può proporre è quello di verificare la consistenza degli investimenti e l'attività di produzione per le imprese che domandano e ottengono fondi pubblici, attraverso concessioni di contributi destinati a incentivare investimenti in aree depresse o in settori di attività considerati prioritari.

In sintesi, il controllo delle imprese mira ad accrescere la trasparenza dei fatti societari, in funzione della migliore allocazione delle risorse disponibili.

I quesiti posti dai senatori Pinna e Aletti relativamente alle società a partecipazione statale testimoniano il grande interesse che il dibattito intorno al ruolo delle imprese pubbliche continua a riscuotere. La diversa formulazione delle domande lascia anche intendere le preoccupazioni di ordine diverso che si nutrono al riguardo, stante la complessità della problematica che destano le partecipazioni statali. Basta confrontare quelle riguardanti la diffusione dell'azionariato, il livello dell'indebitamento con i quesiti che considerano la diffusione delle imprese pubbliche l'origine dell'eccesso di debiti delle imprese in generale.

Per comodità di consultazione, sono state elencate nella tavola 1) le società con prevalente partecipazione statale (più del 50 per cento, diretta e indiretta), quotate nelle borse della Repubblica. Per ognuna di esse è stato indicato anche il numero approssimativo degli azionisti, che dà un'idea della diffusione dei titoli azionari di dette società

tra il pubblico dei risparmiatori. L'esame della situazione nel 1970 e nel 1975 mette in luce una generale riduzione del numero degli azionisti, quale riflesso della crescente disaffezione dalla borsa dei risparmiatori privati.

Per una migliore conoscenza dei problemi delle imprese pubbliche sono stati calcolati, per gli anni dal 1970 al 1975, gli apporti derivanti alle stesse a titolo di finanziamento interno ed esterno. I dati sono stati ricavati da un campione di imprese manifatturiere, considerate nell'indagine sulle imprese condotta annualmente dalla Banca d'Italia. Questa scelta, necessaria per analizzare situazioni di imprese omogenee quanto ad attività svolta, ha comportato l'esame di un campione di imprese non coincidente con quello riportato nella tavola 1), perchè da un lato sono state escluse le società quotate dei settori bancario, finanziario e dei servizi e dall'altro sono state incluse imprese manifatturiere non quotate. Per gli opportuni confronti sono state effettuate le stesse elaborazioni su un campione di imprese private, operanti anch'esse nel settore dell'industria manifatturiera (tavole 2 e 3).

È noto, che le imprese pubbliche assolvono numerosi ruoli, spesso non finalizzati ad obiettivi di redditività immediata. Ad esse è stato originariamente affidato il compito di salvare imprese in difficoltà, poi di svolgere un'azione propulsiva in particolari settori (industria di base, tecnologia avanzata), di contribuire alla riduzione degli squilibri territoriali. Tutti questi compiti comportano una scarsa redditività mentre richiedono ingenti impegni finanziari: ciò è documentato dai dati esposti nelle tavole accluse, dai quali risulta che, nel periodo considerato, le imprese pubbliche hanno fatto fronte alle loro necessità di finanziamento soprattutto con l'indebitamento (sommando l'indebitamento a medio e a lungo termine con la variazione del saldo debitorio con le banche si ottiene una percentuale complessiva di 62,4) e in misura minore con il capitale di rischio, cioè con i profitti (26,2 per cento) e con la raccolta azionaria (11,4 per cento) sostenuta questa da aumenti dei fondi di dotazione degli enti

di gestione. Nelle imprese private le fonti di finanziamento rivelano una quota molto minore dell'indebitamento (41 per cento) e, di converso, molto superiore dei profitti (47,6 per cento). Invece, le emissioni di azioni hanno dato un contributo equivalente (11,4 per cento).

Le imprese pubbliche, pertanto, hanno dovuto ricorrere, più delle imprese private, al finanziamento esterno, specie nella forma dell'indebitamento. È evidente che una borsa più efficiente potrebbe arrecare indubbi vantaggi anche alle imprese pubbliche, favorendo la diffusione delle loro azioni presso il pubblico dei risparmiatori; migliorando quindi la struttura finanziaria e consentendo allo Stato di economizzare i fondi destinati alle Partecipazioni statali pur senza perdere il controllo pubblico delle imprese sulle quali ritenga necessario mantenerlo. Lo Stato, in presenza di una Borsa efficiente, potrebbe quindi gestire con agilità maggiore le sue partecipazioni, assumendone di nuove e cedendo quelle vecchie: ciò che viene attualmente reso molto difficile dalla scarsa mobilità dei titoli, che ha costretto i titoli azionari rappresentativi di imprese pubbliche a una sorta di congelamento nei portafogli di imprese ed enti appartenenti allo stesso settore pubblico, per quote spesso assai superiori a quelle sufficienti ad assicurare il controllo. È questa la nuova « mano morta », quella « mano morta » contro la quale si fecero le leggi del Risorgimento.

Circa l'influenza dell'attività delle imprese pubbliche sulle imprese private (rispondo qui ad una domanda del senatore Aletti), occorre ricordare che le prime presentano una casistica complessa, che va dall'impresa che gestisce un servizio pubblico in regime di monopolio, a quella che gestisce servizi di interesse pubblico con prezzi amministrati, all'impresa infine che opera in regime di libera concorrenza sul mercato interno e su quello internazionale. I disavanzi delle Ferrovie dello Stato e dell'Enel, ad esempio, avvantaggiano le altre imprese nella misura in cui forniscono un servizio ad un prezzo inferiore al costo. È anche vero che la copertura dei loro disavanzi esercita

una pressione sui mercati del credito, determinando un rincaro dei finanziamenti. L'effetto complessivo risente infine dello stimolo che la loro attività esercita sulla domanda aggregata.

Le altre due categorie di imprese pubbliche che operano in regime di prezzi amministrati e prezzi liberi, non possono di per sé arrecare difficoltà alle imprese private con la politica dei prezzi, ma piuttosto con un più basso costo effettivo del capitale. Il minor costo del capitale per le imprese pubbliche trova giustificazione, come è stato indicato, nell'origine delle imprese stesse, che va dal salvataggio industriale, per garantire il livello di occupazione, allo sviluppo di settori strategici per l'economia nazionale e all'equilibrato sviluppo territoriale del paese. L'apertura dei mercati nazionali all'integrazione del mercato internazionale obbliga le grandi imprese, sia pubbliche che private, ad operare in regime di concorrenzialità.

Circa il problema della ristrutturazione finanziaria delle imprese, è stato più volte messo in evidenza che l'aumento del grado di indebitamento ha riguardato le imprese in tutti i Paesi industriali, che in Italia tale fenomeno è stato più accentuato e che nella distinzione delle imprese per classi di grandezza del patrimonio, le imprese più indebitate sono quelle grandi. Poiché le imprese pubbliche sono in prevalenza di grandi dimensioni, figurano tra le imprese più indebitate.

Fra le proposte per risolvere il problema, appare di difficile applicazione quella che postula il mantenimento di un rapporto rigido fra indebitamento e capitale proprio. Sarebbe una proposta interessante, ma occorre chiedersi se una sua applicazione meccanica porterebbe a risultati diversi dal semplice fallimento delle imprese, che vengono a trovarsi nella situazione debitoria giudicata eccessiva, con evidenti effetti negativi sull'occupazione e sul livello dell'attività economica.

Come ho più volte sottolineato, quindi, anche in questo caso occorre rimuovere le cause che conducono ad un eccesso di debiti e non soltanto gli effetti che le gestioni

squilibrato producono sulle strutture finanziarie delle imprese, altrimenti le situazioni anomale tendono rapidamente a riprodursi.

È noto, peraltro, che in un mercato finanziario ben funzionante la società eccessivamente indebitata viene penalizzata con la caduta del valore delle sue azioni. Il passaggio del limite da un livello di indebitamento fisiologico a un livello di indebitamento patologico è dunque segnalato dal mercato, a condizione che questo funzioni correttamente. La banca può tener conto del giudizio del mercato, oppure, nel caso di società non quotata, può fissare dei livelli massimi, adeguati al settore di produzione e alle dimensioni dell'impresa; è quanto gli istituti di credito di norma già fanno.

Naturalmente, ciò implica che la banca abbia un ampio margine di autonomia, cioè che dei motivi particolari non la inducano a continuare a sostenere col credito imprese eccessivamente indebitate, nel timore di non poter recuperare i crediti accordati in precedenza, oppure che dei motivi di ordine generale (salvaguardia dell'occupazione) non inducano a salvare alcune imprese.

Sulla esigenza di procedere ad una ricapitalizzazione delle imprese italiane per rafforzare la struttura economico-finanziaria si è, negli ultimi tempi, formato un ampio consenso presso gli operatori professionali, gli analisti di settore, i partiti politici e le autorità di governo. Il rilancio del capitale di rischio passa tanto da una diversa distribuzione del reddito all'interno delle imprese, quanto da un miglior funzionamento del mercato. Dato che all'attuale situazione di squilibrio nelle strutture finanziarie delle imprese hanno condotto un abbassamento del tasso di profitto, un minor costo del debito rispetto ai mezzi propri e la discendente capacità di intermediazione del mercato occorrerà uno sforzo concorde delle parti sociali e dei partiti politici per determinare un rovesciamento di tendenza.

Sul piano della distribuzione del reddito, qualche miglioramento a vantaggio delle imprese è emerso nel corso dell'ultimo anno. La contrattazione fra le parti sociali e gli interventi governativi in tema di indicizzazione dei salari e fiscalizzazione degli oneri

sociali, offrono le prime indicazioni della concordanza di intenti che va maturando nel Paese.

Relativamente al trattamento fiscale applicato ai redditi di capitale, è ormai unanime l'indicazione di procedere a una riforma che ponga lo strumento fiscale in una situazione di neutralità rispetto alle forme di impegno del risparmio e di finanziamento degli investimenti.

Anche il funzionamento del mercato secondario dovrebbe migliorare, allorchè un insieme di provvedimenti di recente adozione o in corso di preparazione produrranno i loro effetti. Si tratta della regolamentazione del mercato ristretto, delle offerte pubbliche di acquisto, degli investitori istituzionali, nonchè di un miglioramento della informazione societaria, che l'entrata a regime della Consob potrà consentire.

Un problema particolare, anche se collegato alla presente situazione del mercato azionario in generale, è quello dell'acquisto delle proprie azioni fatto dalle società. Anche questo aspetto, da una parte, è una forma di manifestazione della caduta del tasso di profitto e della eccezionale flessione dei prezzi delle azioni sul mercato, dall'altra della reazione delle società che considerano i loro titoli sottovalutati dal mercato.

In passato numerose società hanno deliberato di acquistare proprie azioni (la Rinascente, Banca d'America e d'Italia, Toro assicurazioni, Gilardini, eccetera). Recentemente si sono avute le delibere della Lepetit e della Fiat. Si tratta di operazioni perfettamente lecite dal punto di vista giuridico, purchè siano autorizzate dall'assemblea dei soci, siano fatte con utili netti regolarmente accertati e riguardino azioni interamente liberate (articolo 2375 del Codice civile); queste limitazioni non si applicano quando l'acquisto è mera esecuzione di una deliberazione di riduzione del capitale, mediante riscatto e annullamento delle azioni. È previsto anche che gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate e che il diritto di voto inerente alle medesime è sospeso finchè esse restano in proprietà della società. Questi limiti sono diretti a salvaguardare l'integrità del capitale sociale,

impedendo un annacquamento dello stesso, ad evitare la perdita del credito relativo ai decimi residui e a prevenire abusi degli amministratori.

L'operazione di acquisto di proprie azioni, se è effettuato allo scopo di preparare una riduzione del capitale sociale, ha un preciso significato di ridimensionamento degli obiettivi di sviluppo della società. Ma se, come negli esempi citati, non vi è questo scopo, la giustificazione di siffatte operazioni si trova altrove. In sostanza la società decide un certo volume di investimenti in base a un calcolo di costo e di rendimento; date queste decisioni di investimento, se la società dispone di liquidità eccedente può alimentare un flusso aggiuntivo di investimenti reali, ma non lo fa perchè la redditività di questi investimenti aggiuntivi sarebbe insufficiente a conservare il valore della stessa società.

Essa preferisce pertanto acquistare azioni sul mercato, incoraggiata anche dalla patologica depressione dei corsi, e, dovendo scegliere, si indirizza verso le sue stesse azioni. In tal modo essa effettua un investimento sorretto da una perfetta conoscenza, come è ovvio, della società prescelta, e, inoltre, raggiunge l'obiettivo non secondario di sostenere i corsi delle proprie azioni, sottraendoli al clima depresso che domina in borsa da alcuni mesi, e offrendo altresì un utile servizio ai propri azionisti. Pertanto l'acquisto di proprie azioni non testimonia, in linea di principio, alcuna volontà di disimpegno, ma riflette un atteggiamento di attesa, logicamente fondato, da parte di aziende senza gravi problemi di finanziamento: attesa per un miglioramento delle prospettive di reddito degli investimenti.

Se poi esistono altri motivi dietro l'acquisto di proprie azioni, può rivelarlo solo una perfetta conoscenza dei fatti societari. Questa sarà raggiunta solo quando la Consob uscita dalla fase organizzativa che attualmente attraversa, avrà creato un sistema di informazione sulle società, imperniato su regole uniformi di compilazione dei bilanci, sulla certificazione degli stessi da parte di società appositamente finalizzate a questo scopo e sulla pubblicizzazione dei fatti rile-

vanti per la vita delle società, anche al di fuori delle segnalazioni periodiche a cui le società sono tenute. Un nodo da sciogliere per migliorare il funzionamento del mercato azionario è costituito dal modo in cui avvengono i passaggi dei pacchetti di controllo delle azioni delle società quotate in borsa.

Ma qui vi sono alcune considerazioni che non vorrei svolgere in questa sede, perchè io mi riferisco con una certa positività al disegno di legge presentato dai colleghi Aletti, Andreatta, Grassini ed altri, ma occorrerebbe una più compiuta motivazione per dare un giudizio positivo su quanto si è riusciti a sviluppare. Affermo quindi che in sostanza a questo tipo di fermento una risposta apprezzabile è data dal disegno di legge citato. L'importante è che quel filone di iniziative legislative venga portato avanti, e in quella sede, poi, chi di dovere procederà alle necessarie integrazioni.

Un completamento merita anche il problema dei riflessi di una riduzione del *deficit* della pubblica amministrazione sui margini di profittabilità delle imprese. La riduzione del disavanzo del settore pubblico ha, in generale, un effetto deflattivo sull'economia, ma occorre notare che per quanto concerne il disavanzo pubblico in Italia il problema principale non è congiunturale, bensì strutturale. Negli anni passati, il disavanzo si è accresciuto nelle fasi di depressione, per effetto della politica anticiclica, ma non si è ridotto nelle successive fasi di espansione. Un parziale riassorbimento del disavanzo è avvenuto solo nel 1976, ma nonostante ciò il suo peso relativo rispetto al prodotto interno lordo, pari al 9,8 per cento, è rimasto anormalmente elevato, anche rispetto agli altri principali paesi industriali.

L'azione delle autorità deve inoltre tendere a modificare la composizione del disavanzo pubblico, contenendo lo sviluppo della sua componente corrente a favore di quella per investimenti. Gli effetti sul sistema economico del miglioramento qualitativo del disavanzo sarebbero non meno importanti di quelli puramente quantitativi. Nel 1976 tale azione è riuscita, e la riduzione del disavanzo è stata dovuta al miglioramento del saldo corrente connesso con il maggior pre-

lievo fiscale; la spesa per investimenti si è invece accresciuta, sicchè la sua quota sul totale degli investimenti fissi lordi è salita dal 20 al 22,5 per cento. L'esperienza dello scorso anno dimostra anche che il contenimento del disavanzo pubblico non implica necessariamente un peggioramento dei profitti delle imprese. Queste ultime, per effetto del maggior dinamismo delle altre componenti della domanda (di quella estera in particolare), hanno potuto conseguire risultati economici soddisfacenti. Il rapporto fra disavanzi pubblici e risultati aziendali non è meccanicistico, poichè questi ultimi riflettono altresì l'andamento delle altre componenti della domanda e dei diversi elementi di costo primo fra tutti quello del lavoro.

È infine da considerare che se si riduce il disavanzo della bilancia dei pagamenti, cioè l'avanzo dell'estero, di altrettanto si riduce il disavanzo somma dei tre settori interni (pubblico, delle famiglie e delle imprese); per dato avanzo delle famiglie, il disavanzo delle imprese si allarga (o l'avanzo si riduce) solo quando il disavanzo pubblico si riduce più del disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Con la nuova relazione previsionale e programmatica, l'anno scorso decidemmo di sfrondare le parti inutili, per centrarla sul nocciolo della situazione economica, dato che il programma di governo secondo alcuni era vastissimo, ma poco preciso su questo punto. Mi auguro quindi sia possibile con la nota previsionale e programmatica dare una proiezione triennale della spesa pubblica e del suo andamento, pur nelle difficoltà delle mutazioni istituzionali in corso. È chiaro infatti che la riduzione della spesa pubblica oltre certi limiti non si fa con interventi meccanici, bensì evidentemente cambiando le istituzioni. Ora, questo processo è in atto; in atto è anche, però, un processo di redistribuzione di poteri, per cui la difficoltà di calcolo sotto questo profilo è molto complessa. Gli ultimi articoli della legge n. 382 ci porranno molte difficoltà in sede di Commissione interregionale. A questo proposito avremmo preferito che ad occuparsene fosse la Commissione bilancio, anche perchè il problema era stato da noi

risolto *ex ante* con apposita legge finanziaria delle regioni.

Per quanto concerne il problema della riduzione della spesa pubblica — per il quale si registra talvolta una partecipazione corale, chiedendosi anche leggi che già esistono come tali (valgano per tutti i casi del blocco della costruzione delle autostrade e dell'ONMI, le cui leggi relative sono state soppresse rispettivamente due e tre volte!) — non si può non rilevare come d'altra parte si sia soli, quando veramente si vuol operare anche la più modesta riduzione! Pur tuttavia fra le molte complicazioni di interrelazioni esistenti con i problemi istituzionali, noi ci auguriamo — definiti questi ultimi e approfonditi gli studi in materia di impresa pubblica — di presentare, possibilmente insieme con il bilancio, una proiezione quanto meno triennale, cioè sino alla fine della legislatura, delle possibilità di svolgimento della spesa pubblica e quindi di una sua riduzione in termini reali rispetto a questo abnorme dato del 9,8 per cento del reddito nazionale.

Una serie numerosa di considerazioni è stata anche sollevata in relazione all'eccesivo livello raggiunto dai tassi di interesse e alla onerosità che ne deriva al Tesoro e alle imprese per il servizio del debito, agli effetti dei saggi d'interesse sui movimenti dei capitali con l'estero e alla incidenza del costo del denaro sull'inflazione e sulla produzione. A questo proposito, quando c'è stata la riduzione del 2 per cento del tasso di sconto da parte della Banca d'Italia, ho pensato: è una domanda di meno a cui devo rispondere. Qualcuno invece mi ha spiegato, con la solita vitalità di argomentazioni, che il problema esiste lo stesso in questa sede di indagine conoscitiva-interrogazione.

Il problema della elevatezza del costo del denaro si ripresenta puntualmente quando il ciclo congiunturale volge nella fase di contrazione dell'attività produttiva. Come è noto, nella fase espansiva il costo del credito è una variabile secondaria rispetto alla disponibilità dello stesso; la vivacità della domanda consente di scaricare sui prezzi dei beni i maggiori costi di produzione.

Ovviamente, il Governo è molto sensibile ai problemi che l'elevato livello dei tassi di interesse pone all'economia nazionale, per l'esistenza di un indebitamento rilevante del settore pubblico e delle imprese. Interessante è qui notare che il Governo non è una controparte in materia di tassi e interessi: nel momento in cui la situazione anomala ne ha fatto un canale di indebitamento, è anch'esso parte, invece, e parte interessata in quanto tale.

La politica degli alti tassi d'interesse è stata imposta dalla esigenza di difendere le riserve valutarie dagli attacchi delle attività speculative sul mercato dei cambi e su quello delle merci, dopo che l'utilizzo di altri strumenti si era rivelato inefficace e il controllo della domanda interna, mediante apposite politiche fiscali e di bilancio, poteva essere realizzato soltanto nel medio periodo.

Occorre ricordare che di norma i tassi d'interesse riflettono le aspettative circa l'andamento dell'inflazione. Sotto questo profilo mi sia consentito aprire un inciso, per far notare come questo dell'inflazione costituisca forse l'unico punto per il quale si può dare atto che nel corrente anno abbiamo raggiunto un certo risultato positivo. Chi ha vissuto le due drammatiche giornate del 29 e 30 settembre non poteva evidentemente immaginare che sarebbe stato possibile arrivare a questo tipo di stabilizzazione. Non vi è, intendiamoci, enfasi alcuna in questa affermazione, che anzi vogliamo anche oggi ribadire che questo risultato non deve assolutamente creare illusioni, nemmeno per il prossimo autunno: tant'è vero che evitiamo di sottolinearlo il più possibile, appunto per evitare interpretazioni ottimistiche della difficoltà della situazione. In una sede tecnica rigorosamente approfondita qual è questa Commissione, tuttavia, non possiamo non disconoscere che in fondo, data la situazione del settembre scorso e con il consenso allora da tutti ricevuto a muoverci in quella direzione, i risultati che ci si riprometteva di conseguire si sono effettivamente raggiunti. L'importante, ribadisco, è che questo non generi aspettative ulteriori.

Come dicevo, occorre ricordare che di norma i tassi d'interesse riflettono le aspetta-

tive circa l'andamento dell'inflazione. D'altra parte, anche negli altri paesi esteri i più bassi livelli dei saggi d'interesse coesistono con modeste variazioni nel potere di acquisto della moneta. Così, in Germania, i tassi a lunga si situano al 6,8 per cento contro un saggio annuo corrente d'inflazione del 4 per cento; in Francia i tassi sono del 10,5 per cento contro il 9 dei prezzi; negli Stati Uniti del 6,7 per cento contro il 6 per cento d'inflazione. Nel Regno Unito i tassi sono invece inferiori di alcuni punti al saggio di inflazione.

L'applicazione di saggi d'interesse che penalizzino fortemente le forme di risparmio finanziario del pubblico scoraggiano la formazione di questo tipo di risparmio, che ha una grande utilità sociale, spingendo le famiglie verso l'acquisizione di beni rifugio.

D'altra parte il costo corrente del credito per le imprese, in termini reali è in Italia molto vicino allo zero: il tasso medio ponderato dei finanziamenti complessivi in essere che utilizza l'impresa, cioè tenendo conto dei tassi di mercato e di quelli agevolati, dei tassi a breve e di quelli a lunga, risulta per il settore industriale del 12,5 per cento nel 1975 e del 14,5 nel 1976. Il tasso d'inflazione è stato del 17 per cento all'anno.

Circa l'ipotesi che gli alti tassi accentuino, come elemento di costo, il fenomeno inflazionistico (questo è forse il dato di un certo interesse che mi è stato fornito e che investe un'acuta osservazione del senatore Visentini) va sottolineato — per ridimensionarne la portata — che nonostante l'aumento dell'indebitamento delle imprese il rapporto tra gli oneri finanziari e il fatturato, per il campione di imprese considerate nell'indagine condotta da Mediobanca, è passato dal 5,7 per cento nel 1974 al 6,7 nel 1975. Quindi, il costo del denaro rientra nel fatturato con una percentuale molto ridotta. Per il 1976 i dati relativi non sono ancora disponibili, ma il rapporto non dovrebbe essere molto diverso, perchè il livello di autofinanziamento è aumentato e il fatturato è cresciuto più rapidamente nel tasso medio di interesse.

Vi è peraltro un certo numero di imprese con un rapporto degli oneri finanziari sul fatturato più che doppio di quello indicato, per le quali il costo del credito è in realtà insostenibile. Si tratta però di imprese (e sappiamo anche a quale tipo di imprese ci riferiamo) con strutture finanziarie fortemente squilibrate, per le quali il costo del credito è uno dei tanti problemi che affliggono la loro gestione.

Certamente, la ricostituzione di un livello adeguato di riserve valutarie, l'attenuazione del saggio d'inflazione che si è avuta nei mesi di aprile e maggio e la caduta dell'attività produttiva hanno, ad un tempo, consentito e consigliato di iniziare il movimento di riduzione dei tassi d'interesse. La reazione delle autorità alle indicazioni provenienti dal mercato è stata tempestiva: non appena i dati sui prezzi di maggio hanno confermato, per il secondo mese consecutivo, il passaggio ad un tasso d'inflazione annuo dell'ordine del 15-16 per cento, e quelli sulla produzione hanno indicato il pericolo di una caduta molto rapida dell'attività economica, si è dato inizio alla riduzione dei tassi, che nel comparto a breve termine si è ragguagliata a circa due punti. E qui ci si può sempre chiedere se per operare questa riduzione fosse necessario che passassero i due mesi o se non si potesse intervenire un mese prima. La discussione rimane aperta perchè tutte le scelte empiriche evidentemente hanno il loro margine di discutibilità. Forse non era necessario aspettare il secondo mese di verifica, tale giudizio entra nel campo della opinabilità e tocca una serie di fattori empirici, ma non tocca la questione di fondo in ordine al tipo di politica monetaria.

Per il credito bancario la riduzione si manifesta più lenta; i tassi sugli impieghi bancari riflettono infatti anche l'esistenza dei vincoli di portafoglio, che impongono limitazioni di rendimento a quote considerevoli dell'attivo delle banche.

Il profilo temporale dei tassi nei prossimi mesi dovrebbe continuare a presentarsi discendente soprattutto nel comparto del breve termine, essendo stati i tassi a lunga mantenuti al di sotto del livello al quale le

forze di mercato li avrebbero condotti per evitare effetti negativi sull'attività di investimento. Ciò però ha comportato un congelamento della domanda spontanea di obbligazioni: di conseguenza nell'attuale fase di riduzione occorrerà correggere la struttura dei tassi per rivitalizzare il mercato dei fondi a lunga.

Occorre peraltro sottolineare che la riduzione dei tassi abbasserà gli oneri del debito pubblico e dei debiti delle imprese, mentre non potrà che incidere marginalmente sui programmi d'investimento. Questi riflettono soprattutto le incerte aspettative sulla domanda e sui profitti, in relazione al vincolo posto allo sviluppo potenziale della economia, dalla situazione di fondo della bilancia dei pagamenti.

Ciò però che qui si vuole sottolineare, non tanto ai fini della storia di questo documento, quanto della discussione tra di noi è il fatto che, avendo avviato una politica indubbiamente di riduzione dei tassi, questa politica deve continuare con le saggezze con cui è stata amministrata sin qui, ma anche con la permanenza delle altre condizioni che l'hanno determinata. Certamente, se avessimo potuto disporre con molto anticipo di alcune certezze in ordine a certi fattori che agiscono come moltiplicatore dell'inflazione (mi riferisco al discorso sulla scala mobile), alcune di queste fasi avrebbero potuto essere prese in considerazione prima; ma conosciamo tutti le ragioni sociali che non hanno consentito alle organizzazioni rappresentative delle forze sociali di assumere impegni in questa direzione.

Nel lungo periodo è necessario assegnare priorità, per tornare alla linea di sviluppo pre-crisi petrolifera, agli strumenti capaci di mantenere elevata la propensione al risparmio e consistente l'afflusso di fondi dall'estero verso il nostro Paese. Entrambi questi obiettivi richiedono che il livello dei saggi d'interesse in Italia rimanga superiore a quello prevalente nei principali paesi industrializzati. Dico per tornare alla linea di sviluppo pre-crisi petrolifera, perchè questa è poi l'alternativa: o fermarsi ad un livello di sviluppo anche soddisfacente, di com-

patibilità, ma che mantenga il divario in cui siamo precipitati rispetto agli altri Paesi, o svolgere invece una politica che ci consenta di ritornare al livello dei paesi industrializzati. E qui, probabilmente, il problema non è di fare meno sacrifici, ma di chiederne di più; o per un obiettivo qual è quello di ritornare a livello di competitività con gli altri paesi, è possibile ottenere più sacrifici di quanti se ne possano ottenere per l'obiettivo della stabilità e della compatibilità; è possibile ottenere una solidarietà sociale e un impegno più sistematico dalle varie parti sociali e politiche.

I risultati di ricerche empiriche mostrano che il livello dei tassi d'interesse ha una influenza non secondaria sui movimenti di capitali, specialmente su quelli a breve termine. Ovviamente si fa riferimento ai tassi d'interesse coperti, cioè considerando anche le aspettative di variazione fra il potere di acquisto della moneta nazionale e delle divise estere.

L'esperienza italiana del secondo semestre 1975 e del periodo più recente, che va dagli ultimi mesi del 1976 ad oggi, conferma che il differenziale dei tassi ha una grande rilevanza sull'indebitamento delle banche all'estero e sui termini di pagamento delle transazioni nel commercio internazionale. Nel 1975 la rapida flessione dei tassi d'interesse a breve termine, discesi dal 16 all'8 per cento fra il gennaio e il dicembre 1975, si è accompagnata con una riduzione della posizione netta delle banche sull'estero e con un aumento dei crediti commerciali concessi all'estero... Per contro nel 1976 l'instaurarsi del divario fra tassi interni e tassi esteri, con i primi più elevati dei secondi, si è accompagnato a un forte aumento (1.600 miliardi) di crediti commerciali ottenuti dall'estero e a un incremento consistente dell'indebitamento netto delle banche sull'estero, passato da 2.000 miliardi di lire nel semestre 1976 a circa 5.600 miliardi a fine maggio 1977.

La recente esperienza del Regno Unito è ugualmente indicativa al riguardo: mentre a fine 1976 e inizio 1977, con tassi d'interesse assai più elevati che all'estero, c'è sta-

to un grande afflusso di capitali, nelle ultime settimane, dopo una rapida discesa dei tassi, passati dal 15 per cento in ottobre all'8 nell'aprile 1977, sono prevalse le uscite di capitali. Ovviamente i tassi d'interesse sono una sola delle variabili che entrano in gioco, una loro troppo rapida caduta però, può innescare gran parte dei fattori che imprimono il senso di marcia ai capitali a breve termine.

Circa i problemi del finanziamento del Tesoro, non si può non convenire sul principio che le spese correnti dovrebbero essere coperte con le entrate correnti e che la formazione del risparmio anche presso la pubblica amministrazione sarebbe un elemento di equilibrio nella crescita del paese. Il finanziamento dei disavanzi correnti con l'indebitamento a lungo termine distorce l'uso corretto delle risorse.

Com'è noto il Consorzio di credito per le opere pubbliche ha effettuato (perchè questa è la funzione che gli era stata assegnata) frequente ricorso al mercato obbligazionario per coprire il fabbisogno d'investimento delle aziende autonome e quello connesso ai piani pluriennali d'intervento pubblico nell'economia. Il ricorso all'indebitamento obbligazionario per coprire disavanzi correnti, benchè non ortodosso, ha conservato un carattere eccezionale e pertanto ha concorso marginalmente a determinare la fragilità del mercato finanziario.

Ci si può comunque chiedere se un sistema di confronto di una singola fonte di entrata con una specifica spesa corrisponda a un criterio corretto di gestione. È opinione corrente che tutte le spese debbono essere poste a confronto con tutte le entrate; sicchè il problema essenziale è quello della qualificazione della spesa. Anche la copertura del disavanzo con indebitamento a breve diventa non ortodossa, quando l'ammontare del debito è tale da far ritenere impossibile nel breve e medio periodo un suo rimborso.

Occorre infine rilevare che il mercato obbligazionario, seppure alternando periodi di stasi a periodi di rapida crescita, si è sviluppato fino al 1973 in misura apprezzabile, quanto a flussi di fondi intermediati rispetto

al reddito nazionale e a domanda di titoli da parte del pubblico. Il congelamento degli ultimi anni dipende essenzialmente dalle difficoltà, dalla lentezza e dalle alterne vicende con cui il processo di aggiustamento, imposto dall'aumento dei prezzi delle materie prime e del petrolio, si va sviluppando; in sintesi, dipende dagli effetti che l'insufficienza del risparmio nazionale a coprire il fabbisogno di capitale richiesto per proseguire nell'allargamento della base produttiva del paese ha provocato sui mercati del credito.

Chiedo scusa se la mia esposizione è stata alquanto lunga, ma mi sembrava irriguardoso, di fronte alla dignità di questo lavoro e all'impegno posto nel condurre un'indagine su una materia che ha radici profonde, anche se in qualche misura legate alle alterne vicende economiche, non dare il massimo del mio contributo, compatibilmente con le possibilità personali e funzionali di questo periodo.

P R E S I D E N T E . Ringrazio il ministro Morlino per questa replica che contiene una risposta esauriente a tutte le domande che gli erano state rivolte dai colleghi e che propone anche una ulteriore materia per aprire un dibattito. Ma naturalmente, se dovessimo accogliere questa sollecitazione, continueremmo a rincorrerci, con altre domande da parte nostra e con altre risposte da parte del Ministro.

Credo, quindi, che senz'altro possiamo dichiararci soddisfatti del contributo che il ministro Morlino ci ha offerto nella indagine conoscitiva che stiamo ormai per concludere. Rinnovo, pertanto, il ringraziamento al Ministro e mi auguro che vi siano altre occasioni di contatto con la nostra Commissione.

Ricordo che sono concluse le audizioni relative alla indagine conoscitiva e che, dopo l'effettuazione del sopralluogo alle borse di Parigi e di Londra, avvenuto nella settimana dal 13 al 18 giugno, si possono programmare i lavori necessari alla stesura del documento finale.

A L E T T I . Al riguardo come coordinatore dell'indagine, dichiaro che sarei in grado di presentare entro il 15 luglio una

6ª COMMISSIONE

9ª RESOCONTO STEN. (29 giugno 1977)

bozza di documento che tenga presenti le audizioni e i lavori svolti da sottoporre poi all'esame della Commissione.

LI VIGNI. Ritengo che si debba nominare una Sottocommissione che esamini la bozza predisposta dal senatore Aletti e che riferisca poi alla Commissione.

PRESIDENTE. A me sembra che dovremmo consentire al senatore Aletti di predisporre una bozza di documento finale. Il senatore Aletti ha detto che certamente sarà in grado di presentare questa bozza verso la metà di luglio. A quel momento istituiremo una Sottocommissione per l'esame e la eventuale modifica della bozza di documento, in modo che la Sottocommissione stessa possa poi proporre alla Commissione nel suo complesso un documento che non offra l'occasione di ulteriori cambiamenti sostanziali.

Fatto questo lavoro, si potrà arrivare alla stesura definitiva del documento.

Sono queste le varie fasi che io mi permetto di proporre, ma al riguardo, naturalmente, è la Commissione che deve decidere.

LUZZATO CARPI. Allo scopo di guadagnare tempo, io proporrei che la bozza di documento predisposta dal senatore Aletti venisse presentata subito alla Sottocom-

missione e addirittura stabilirei sin d'ora chi debba far parte della Sottocommissione stessa.

GIACALONE. È bene nominare subito la Sottocommissione.

PRESIDENTE. Accogliendo questa proposta, rimane dunque stabilito che viene nominata una Sottocommissione, di cui faranno parte i senatori Aletti, coordinatore, Andreatta, Pinna, Luzzato Carpi, Buzio, Gatti, Parri, Visentini e Franco. Il coordinatore presiederà questa Sottocommissione ed entro il 15 luglio presenterà alla stessa una bozza di documento che, una volta esaminato in quella sede, verrà all'esame della Commissione. Poi eventualmente decideremo se, prima che il documento diventi definitivo, non sia opportuno sentire ancora il parere di altre personalità o esperti.

Non facendosi osservazioni rinvio il seguito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia ad altra seduta.

La seduta termina alle ore 11,30.

SERVIZIO DELLE COMMISSIONI PARLAMENTARI
il consigliere parlamentare delegato per i resoconti stenografici
DOTT. RENATO BELLABARBA