

Base monetaria e controllo del credito in Italia (*)

Lo strumento più importante di cui dispongono le Autorità monetarie, per il controllo del credito e il perseguimento degli obiettivi di politica economica interna e internazionale, è costituito dalla regolazione della quantità di base monetaria. Operazioni di mercato aperto, manovra del credito concesso dalla banca centrale alle banche e agli altri intermediari finanziari, regolamentazione della possibilità delle banche di indebitarsi con l'estero, modi di copertura del disavanzo della Pubblica Amministrazione e, infine, richiamo di riserve obbligatorie speciali o liberazione di riserve già esistenti, sono tutti modi tramite i quali le Autorità monetarie regolano il flusso di creazione di base monetaria (1).

Date le percentuali richieste di riserve obbligatorie e data la domanda di base monetaria da parte del pubblico, influenzabile questa solo in misura trascurabile, come si vedrà più oltre, dall'azione della politica monetaria (tramite il tasso d'interesse), resta determinata la domanda di attività (offerta di credito) e quindi l'offerta di moneta da parte delle banche. Data la domanda di credito e di moneta bancaria da parte del pubblico, dato altresì il livello del risparmio e degli investimenti, resta determinato il valore dei tassi d'interesse sia sul mercato monetario che su quello finanziario.

(*) L'A. ringrazia il dottor Claudio Gnesutta e il dottor Gianfranco Caligiuri per alcune osservazioni formulate su una precedente stesura del lavoro e per la loro collaborazione nella stima delle equazioni di domanda e offerta di credito. A loro cura verrà anche pubblicata un'analisi di statica comparata, effettuata su un modello del settore monetario dell'economia, da cui sono dedotte alcune delle conclusioni del paragrafo 1.

Il programma di regressione multipla con stima degli sfasamenti temporali mediante la tecnica di Almon è stato preparato dal dottor Giorgio Carducci, col quale sono stati discussi alcuni problemi relativi alle stesse stime, e dal ragioniere Giuseppe La Pera.

(1) Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale 1967*, cap. II, pp. 248 e segg. L'uso di strumenti diversi comporta anche una certa diversità di risultati, tuttavia qui si intende affrontare il problema dal punto di vista più generale.

La letteratura intesa a studiare le relazioni empiriche esistenti tra base monetaria ed altre variabili del mercato monetario e finanziario, nonché le interrelazioni con le variabili reali del sistema, quali reddito, occupazione e investimenti, è attualmente molto abbondante, soprattutto nei paesi di lingua anglosassone (2).

Il presente studio si propone di approfondire il concetto di base monetaria e definire il suo contenuto nella più recente situazione italiana.

Mediante un'analisi econometrica saranno quindi posti in luce gli effetti di variazioni dell'aggregato così definito sul livello dei tassi d'interesse e sul credito bancario (3), basandosi sull'esperienza degli anni che vanno dal 1958 al 1967.

1. Il concetto di base monetaria.

La base monetaria è costituita dal complesso di quelle attività finanziarie la variazione del cui ammontare nel sistema economico permette, restando invariati i tassi d'interesse, un mutamento, di ammontare multiplo, nel credito e nei depositi bancari. Se rimane invece invariata la domanda di credito e di depositi, mutando la quantità di base monetaria, si ha uno spostamento nella stessa direzione (e per un ammontare multiplo se la quantità di base monetaria

(2) Si vedano ad esempio per gli Stati Uniti: A. JAMES MEBIGS, *Free Reserves and the Money Supply*, The University of Chicago Press., Chicago 1962; MILTON FRIEDMAN e ANNA JACOBSON SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press., Princeton 1963; FRANK DE LEEUW, *A Model of Financial Behaviour*, incluso nel volume *The Brookings Quarterly Econometric Model of the United States*, a cura di James S. Duesenberry, Gary Fromm, Lawrence R. Klein, Edwin Kuh, North Holland Publishing Co., Amsterdam 1965; STEPHEN GOLDFELD, *Commercial Bank Behaviour and Economic Activity, A Structural Study of Monetary Policy in the Postwar United States*, North Holland Publishing Co., Amsterdam 1966.

Per quanto riguarda gli studi condotti presso la Riserva Federale, in collaborazione con il Massachusetts Institute of Technology, solo una parte limitata di tali studi è attualmente pubblicata (si veda ad esempio il « Federal Reserve Bulletin » del gennaio 1968).

Per l'Italia si veda la menzione fatta nella Relazione della Banca d'Italia per il 1967, a p. 331, nonché le considerazioni finali del Governatore, p. 359 e segg., della stessa Relazione in cui si danno per la prima volta previsioni circa il futuro andamento dei principali aggregati finanziari basate sulla simulazione di modelli econometrici.

Si veda anche, per l'Italia, NINO ANDREATTA, *Il Governo della liquidità*, Franco Angeli Editore, Milano, 1967.

(3) Per uno schema più generale delle relazioni intercorrenti tra base monetaria e variabili del mercato monetario e finanziario si può vedere il precedente studio: A. FAZIO, *Base monetaria, credito e depositi bancari*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari, Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerca, n. 2, Roma, 1968.

assorbita dal pubblico è limitata) nell'offerta di credito. Supponendo delle elasticità non nulle della domanda o dell'offerta di credito, o di ambedue le funzioni rispetto ai relativi tassi, una variazione della base monetaria ne induce una in senso inverso nei tassi ed una nello stesso senso nel credito e nei depositi.

Le anzidette proprietà sono possedute da differenti tipi di attività finanziarie a seconda del regime vigente in materia di riserve obbligatorie o di altre caratteristiche istituzionali. È allora opportuno analizzare il tipo di attività da includere nella base monetaria nel contesto di tali differenti regimi e caratteristiche.

1.1. Riserve obbligatorie costituite da moneta legale e da attività equivalenti dal punto di vista della liquidità.

Le riserve liquide libere delle banche sono sempre costituite da moneta legale o da altre attività prontamente trasformabili in essa presso le Autorità monetarie, a richiesta dei possessori. Il prezzo di trasformazione deve essere predeterminato, oppure non variare in funzione della domanda e dell'offerta sul mercato interno, oppure variare entro i limiti più oltre precisati.

Se anche le riserve obbligatorie sono formate soltanto da moneta legale e, o da qualcuna, o più, delle attività in essa trasformabili, la base monetaria del sistema economico è costituita dalla somma della moneta legale e di tutte le anzidette attività. Tale somma determina infatti il limite superiore all'espansione dei depositi e del credito, per un dato livello di tassi d'interesse.

Ciò è vero in quanto, dati i tassi d'interesse (inclusi quelli sulle attività trasformabili in moneta legale, sopra menzionate), resta determinata la domanda di base monetaria da parte del pubblico, nonché il livello desiderato di riserve libere delle banche; il volume massimo dei depositi bancari sarà quindi pari all'inverso della somma del coefficiente di riserva obbligatoria più il coefficiente di riserve libere, moltiplicato per l'ammontare di base monetaria che rimane a disposizione delle banche (e cioè il totale presente nel sistema, meno la parte assorbita dal pubblico all'esistente struttura dei tassi d'interesse).

Per chiarire il meccanismo attraverso cui, in questo regime di riserve, la base monetaria influisce sull'ammontare del credito e sui tassi d'interesse, si supponga un aumento della domanda di credito e di depositi. Dato l'ammontare di base monetaria, tale fatto induce un incremento dei tassi d'interesse e di conseguenza riduce la do-

manda di base monetaria da parte del pubblico aumentando quindi la quota a disposizione delle banche. Queste ultime, dati i più elevati tassi d'interesse, riducono anche il livello desiderato delle riserve libere; ne risulta un maggior valore del moltiplicatore (inverso della somma dei coefficienti di riserva libera e di riserva obbligatoria) e del moltiplicando (base monetaria in possesso delle banche) e, di conseguenza, un più elevato ammontare dei depositi e, a parità di altre condizioni, del credito.

In tale processo possono aumentare anche i tassi d'interesse di alcune attività trasformabili in moneta legale o utilizzabili come riserve. Perché esse possano essere incluse nella base monetaria è necessario che la diminuzione del loro prezzo (cioè l'aumento del loro rendimento) sia contenuta entro limiti tali che, per il divario che ancora esiste rispetto al rendimento delle altre attività, il pubblico e le banche siano disposti a ridurre la domanda.

Un aumento della domanda di credito e di depositi non comporta invece un incremento dei tassi se nel contempo aumenta la quantità di base monetaria a disposizione del sistema; le banche possono infatti soddisfare le maggiori necessità di riserve obbligatorie, senza ridurre il coefficiente delle riserve libere, né richiamare base monetaria dal pubblico tramite l'aumento dei tassi d'interesse.

Se si ha un aumento della base monetaria nel sistema economico, senza un incremento della domanda di credito e di depositi, la parte eccedente quella desiderata dal pubblico agli esistenti tassi d'interesse tenderà a riversarsi presso le banche; queste, trovandosi con un ammontare di riserve superiore a quello desiderato, tenderanno a disfarsene aumentando il credito e in particolare acquistando titoli e offrendo gli impieghi a condizioni meno onerose. In conseguenza di tale azione si ha una diminuzione dei tassi d'interesse e un aumento del credito e dei depositi (4). Anche in questo caso, perché tale pro-

(4) Per una descrizione di tale processo si può vedere ad esempio A. JAMES MEYRS, *Free Reserves and the Money Supply*, op. cit.

Il processo colà descritto considera le riserve liquide al netto di quelle derivanti da un indebitamento delle banche presso la banca centrale (si suppone cioè esplicitamente che le riserve prese a prestito non stimolino l'espansione del credito e la diminuzione dei tassi). Tale impostazione deriva dal fatto che le riserve prese a prestito non sono una variabile esogena, ma dipendono dal comportamento delle banche. Nel paragrafo 3 di questo lavoro si ricorrerà ad una simile definizione di riserve liquide.

Data una possibilità, in un primo momento non rigidamente limitata, di indebitarsi presso la banca centrale, il valore dell'indebitamento si stabilirà ad un livello in armonia con l'esistente struttura dei tassi d'interesse, con la domanda di credito e con quella di depositi. Se i valori di tale domanda si spostano verso l'alto, l'aumento dei tassi d'interesse è più

cesso operi è necessario che l'eventuale diminuzione di prezzo, conseguente all'aumento della quantità, di quelle attività che sono trasformabili in moneta legale sia contenuta in misura che ne risulti un incentivo all'espansione.

1.2. *Riserve obbligatorie in moneta legale, o attività equivalenti, e titoli.*

Se le riserve obbligatorie debbono essere costituite da moneta legale o attività equivalenti dal punto di vista della liquidità, per una certa percentuale minima, e da titoli a lungo termine per un'altra percentuale massima (cosicché sia possibile utilizzare moneta contante in luogo di titoli, ma non il contrario), occorre distinguere il caso di relativa abbondanza dei titoli, rispetto al totale della moneta legale e altre attività liquide, dal caso in cui gli stessi titoli sono scarsi.

Nel primo caso si ipotizzi una situazione di equilibrio in cui le banche sono in possesso di un certo ammontare di moneta legale (e attività equivalenti) che utilizzano sia come riserve obbligatorie, nella percentuale minima indispensabile, sia come riserve libere, nella misura desiderata agli esistenti tassi d'interesse. Per quanto riguarda i titoli utilizzabili come riserve, le banche ne possiedono in misura eccedente la necessità di riserve obbligatorie.

In tale situazione, un aumento dell'offerta di tali titoli sul mercato non porta ad alcun ampliamento della possibilità di espansione del credito e dei depositi bancari; avrà invece un effetto espansivo, secondo il meccanismo più sopra descritto, un aumento della quantità di moneta legale o di attività in essa trasformabili. La base monetaria è allora costituita soltanto dal complesso della moneta legale ed attività equivalenti; il coefficiente di riserva obbligatoria è uguale in questo caso a quello coperto con tali attività; la parte di riserva coperta con titoli a lungo termine non costituisce altro che un vincolo alle attività delle banche.

Si ipotizzi ora una situazione in cui i titoli utilizzabili come riserve sono relativamente scarsi, rispetto all'ammontare di moneta legale e attività equivalenti, cosicché una parte delle riserve obbli-

limitato se è possibile alle banche espandere l'indebitamento che non in caso contrario. Da ciò si può dedurre che anche l'aumento di base monetaria proveniente da indebitamento presso la banca centrale ha l'effetto di ridurre i tassi d'interesse per un dato valore della domanda di credito e di depositi.

gatorie che potrebbe coprirsi con titoli, è soddisfatta invece con l'uso di moneta legale o titoli equivalenti (5). In tal caso un aumento degli anzidetti titoli a disposizione delle banche, liberando una parte della moneta legale utilizzata come riserva obbligatoria, permette a queste di espandere ulteriormente i depositi ed il credito; lo stesso effetto continua ad aversi per un aumento della moneta legale.

La base monetaria è allora costituita, in questo caso, dal complesso di moneta legale, attività in essa trasformabili e titoli utilizzabili come riserva. Un aumento di una qualsiasi di dette attività finanziarie provoca infatti un aumento dei crediti e dei depositi ed un abbassamento dei tassi d'interesse (6), oppure permette di soddisfare un aumento della domanda di intermediazione delle banche, senza un corrispondente aumento nei tassi d'interesse. Mentre nel caso di relativa abbondanza dei titoli rispetto alle altre attività utilizzabili come riserve, per valutare la massima capacità di espansione dei depositi, cioè nel calcolo del moltiplicatore, va considerato il coefficiente di riserva coperto con moneta legale e attività equivalenti, quando la base monetaria include anche i titoli il coefficiente di riserva da considerare è quello complessivo, comprendente cioè anche la parte di riserve che si può soddisfare con titoli a lungo termine (7).

1.3. *Stabilizzazione del corso di alcuni titoli a lungo termine mediante operazioni di mercato aperto.*

Resta da chiarire il meccanismo attraverso cui vengono regolati il credito e il livello dei tassi d'interesse, e il contenuto della base monetaria, allorché la banca centrale attua una politica di stabiliz-

(5) Le banche potrebbero reperire altri titoli utilizzabili come riserve offrendo prezzi più elevati per acquistarli dal pubblico, ma si suppone che il prezzo sia ad un livello tale per cui non è conveniente aumentarlo ulteriormente.

(6) Se l'incremento di base monetaria riguarda i titoli utilizzabili come riserva, il rendimento degli stessi titoli può però anche aumentare (divenendo relativamente meno scarsi, il loro prezzo può cioè diminuire).

(7) Si ha cioè, rispetto al caso precedente, un ampliamento delle categorie di attività da includere nella base monetaria e una riduzione del moltiplicatore. È possibile ipotizzare un caso intermedio (un punto di separazione) in cui i titoli sono al limite della scarsità senza essere abbondanti; in tale situazione, per valutare la massima espansione è indifferente far riferimento al totale di moneta legale ed attività equivalenti, considerando come coefficiente di riserva obbligatoria solo la parte coperta con il complesso di dette attività, oppure far riferimento al complesso di moneta legale, attività equivalenti e titoli utilizzabili come riserva, considerando come coefficiente di riserva obbligatoria quello complessivo coperto in qualsiasi forma.

zazione del corso di alcuni titoli, nel senso che in un dato periodo, ma senza un impegno a continuare indefinitamente, li acquista e vende ad un dato prezzo senza alcun limite.

La creazione di moneta legale in questo caso dipende dal comportamento del pubblico e delle banche, i quali decidono l'ammontare dei titoli da vendere alla banca centrale, o da acquistare da essa, al prezzo da questa fissato.

Tale prezzo, direttamente e attraverso la quantità di moneta legale e quindi la base monetaria, controlla anche il tasso d'interesse sui crediti, il prezzo degli altri titoli e la quantità di credito e depositi (8).

La stabilizzazione del prezzo dei titoli, in altri termini, oltre ad essere uno strumento per incrementare la domanda degli stessi titoli da parte del pubblico e delle banche (9), è un mezzo per regolare in via indiretta la quantità di moneta legale, l'espansione del credito e il livello dei tassi d'interesse. In definitiva, anziché operare la regolazione del mercato monetario mediante la manovra della quantità di base monetaria, tale regolazione viene effettuata mediante la manovra di un tasso d'interesse.

D'altro canto per un dato ammontare e prezzo dei detti titoli, se varia la quantità di moneta legale o di attività ad essa equivalenti dal punto di vista della liquidità, oppure l'ammontare di titoli utilizzabili come riserva nel caso in cui risultino relativamente scarsi, varia anche la possibilità di espansione del credito e dei depositi bancari. Se aumenta infatti la domanda di credito, a questa si può far fronte senza chiedere la trasformazione in moneta legale di parte di quei titoli il cui prezzo è stabilizzato dalla banca centrale.

La moneta legale, le attività ad essa equivalenti dal punto di vista della liquidità e i titoli utilizzabili come riserva, conservano dunque, anche nella situazione di cui si tratta, la caratteristica di base per l'espansione del credito o base monetaria.

La variazione, ad esempio in aumento, dell'ammontare di dette attività non può però ora indurre una diminuzione nel tasso di ren-

(8) Più rigorosamente, dato un sistema di equazioni in cui una serie di variabili esogene, tra cui la quantità di base monetaria, determina, tra l'altro, credito, depositi e tasso d'interesse sui titoli, se si rende esogeno il valore di quest'ultima variabile, ed endogeno quello della base monetaria, resta determinato un valore di equilibrio per tutte le altre variabili endogene (oltre che per l'ammontare di base monetaria).

(9) Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Some Questions Relating to the Structure of Interest Rates*, Basle, July 1968, pp. 41-43.

dimento dei titoli il cui prezzo è difeso dalla banca centrale, in quanto si avrà un certo ammontare di vendite di tali titoli da parte di questa, con distruzione di moneta legale in misura sufficiente ad eliminare la possibile variazione dei tassi. Invece, dato l'aumento nei portafogli del pubblico e delle banche della somma di moneta legale e titoli in essa convertibili, ne conseguirà un certo aumento del credito ed un aumento del prezzo degli altri titoli, una diminuzione cioè del livello generale dei tassi d'interesse. Tale effetto è tuttavia limitato, perché l'aumento nella base monetaria viene in parte compensato, come detto, da una vendita di titoli da parte della banca centrale.

L'effetto espansivo si ha anche se, partendo da una situazione di equilibrio, e restando fermo l'ammontare di moneta legale ed attività equivalenti, aumenta la quantità di titoli il cui prezzo è stabilizzato; inoltre la stabilizzazione del prezzo dei titoli comporta un aumento del grado di liquidità dell'attivo delle banche e di conseguenza una riduzione del livello desiderato delle riserve libere ed un aumento del moltiplicatore.

Non sembra però possibile riconoscere a tali titoli la caratteristica di base monetaria fino a quando non esiste un impegno esplicito a continuare indefinitamente nell'equiparazione di tali titoli alla moneta (10).

2. Le componenti della base monetaria in Italia.

In Italia, nella base monetaria vengono attualmente incluse le seguenti attività finanziarie: moneta legale, depositi presso la banca centrale di pertinenza delle banche o di altri intermediari finanziari, depositi postali, depositi presso il Tesoro e la Cassa Depositi e Prestiti, buoni ordinari del Tesoro (BOT), margine disponibile nei conti di anticipazione delle aziende di credito presso la banca centrale, disponibilità a vista sull'estero in valute convertibili, effetti d'ammasso posseduti dalle aziende di credito ed emessi per il finanziamento della campagna 1963-64 e precedenti.

L'inclusione dei depositi postali e di quelli presso il Tesoro, detenuti, per la quasi totalità, i primi dai privati (famiglie e imprese), e i secondi da Istituti di Previdenza, è giustificata dalla convertibilità

(10) In tale situazione verrebbe meno tra l'altro la necessità di remunerarli con un tasso superiore a quello delle altre attività equivalenti alla moneta legale.

degli stessi depositi in moneta legale, in qualsiasi momento, a richiesta dei possessori.

Per i buoni ordinari del Tesoro, attualmente detenuti per la quasi totalità dalle banche, oltre ad una loro relativa scarsità rispetto alle altre componenti della liquidità in relazione al possibile uso come riserve, è da considerare, ai fini della inclusione nella base monetaria, la loro trasformabilità in moneta della banca centrale, ottenibile sempre a richiesta dei possessori. L'oscillazione del prezzo nelle aste mensili di assegnazione è inoltre limitata verso il basso per legge (il prezzo non può scendere attualmente al disotto del valore nominale, diminuito del valore del tasso ufficiale di sconto, cosicché il rendimento è di poco superiore a quest'ultimo) e verso l'alto dalla prassi della banca centrale di cedere alle aziende tutti i titoli richiesti, al prezzo dell'ultima asta; per quest'ultimo motivo non conviene alle aziende, anche se in possesso di abbondante liquidità infruttifera, far salire di molto il prezzo dei BOT, abbassandone il rendimento, in occasione delle aste mensili; esse possono infatti in un secondo momento investire le loro disponibilità negli stessi titoli al tasso massimo consentito per legge (11). La limitata oscillazione dei corsi dei BOT e le altre caratteristiche sopra ricordate permettono dunque di attribuire ad essi la caratteristica di base monetaria. Una variazione, ad esempio in aumento, del loro ammontare, a parità di altre condizioni, tende infatti ad indurre un aumento del credito ed una diminuzione dei tassi d'interesse.

L'inclusione, fra le componenti della base monetaria, del margine disponibile nei conti di anticipazione presso la Banca d'Italia è connessa alla possibilità di utilizzare in qualsiasi momento lo stesso margine, mediante ritiro di contante. Inoltre la possibilità di ricostituire un margine precedentemente utilizzato, mediante restituzione del contante, rivela un altro motivo per cui il tasso a breve termine ed in particolare quello sui BOT non può discendere molto al disotto del tasso ufficiale di sconto; finché le aziende sono indebitate verso la banca centrale, sotto forma di anticipazioni in conto corrente, le eventuali eccedenze liquide possono essere infatti versate nei conti relativi, riducendo un debito il cui costo è pari al saggio ufficiale di sconto, senza distruggere base monetaria (12).

(11) Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Some Questions Relating to the Structure of Interest Rates*, op. cit., p. 62.

(12) Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Some Questions Relating to the Structure of Interest Rates*, op. cit., p. 19.

Anche per le valute convertibili e gli effetti d'ammasso la caratteristica di base monetaria discende dalla loro trasformabilità in moneta legale a richiesta dei possessori.

Per quanto riguarda infine i titoli a lungo termine da utilizzare per la costituzione di riserve obbligatorie delle banche, la quantità degli stessi reperibile sul mercato è tale che un suo incremento, restando fermo l'ammontare di moneta legale e delle altre attività incluse nella base monetaria, non comporta alcuna maggiore possibilità di espansione del credito. Non sembra cioè che si siano mai verificate le condizioni di scarsità degli anzidetti titoli, menzionate più sopra nel paragrafo 1, sotto la voce 2 (13), per cui la possibilità

(13) Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione 1967, Appendice*, p. 153.

A partire dall'ottobre 1965 fu consentito alle banche (cioè le aziende di credito con esclusione della categoria delle casse di risparmio) di utilizzare titoli a lungo termine per la copertura di una parte degli obblighi di riserva relativi ai depositi a risparmio (55,5 per cento dell'incremento di tali riserve). Le categorie di titoli inizialmente ammesse furono le cartelle fondiariae ed agrarie da versare secondo un piano di ripartizione tra i diversi tipi di cartelle con modalità e tempi stabiliti dall'organo di vigilanza.

Nell'ottobre 1967 si stabilì invece che gli incrementi nelle anzidette riserve in titoli a lungo termine dovevano essere costituiti per il 50 per cento da titoli del prestito per l'edilizia scolastica e per il resto da cartelle fondiariae ed agrarie; nel gennaio 1968 alle cartelle fondiariae ed agrarie fu permesso di aggiungere le obbligazioni emesse per conto del Tesoro dal Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche.

Per le casse di risparmio, assoggettate all'obbligo di riserva solo a partire dal 1958, in misura pari al 20 per cento dell'incremento dei depositi verificatisi dopo il 1° settembre di quell'anno, fu consentito, fin dall'inizio, di versare le riserve presso l'Istituto centrale di categoria (ICCR) con l'obbligo di riservare solo il 50 per cento delle stesse riserve, in contante e BOT, alla Banca d'Italia; per il restante 50 per cento esse erano liberamente investibili in titoli a cura dello stesso Istituto centrale di categoria. Dall'ottobre 1964 la Banca d'Italia ricevette dal Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio, la possibilità di autorizzare l'investimento della quota di riserve da depositare presso di lei in titoli di Stato, garantiti dallo Stato, o emessi dagli Istituti speciali di credito di cui all'art. 41 della legge bancaria.

In seguito (febbraio 1965) la possibilità di investire le riserve fu estesa anche alle obbligazioni emesse dagli Istituti speciali di credito.

Nel settembre 1965 il CICR autorizzò l'ICCR ad investire in cartelle fondiariae ed agrarie anche la quota di riserva (da depositare presso la Banca d'Italia), relativa all'incremento dei depositi posteriore al 30 settembre 1965.

Nel settembre 1967 si stabilì che la quota di riserve relativa all'incremento dei depositi verificatisi a partire dal 10 ottobre 1967, da versare alla Banca d'Italia, doveva essere costituita per il 50 per cento da cartelle fondiariae ed agrarie e per il restante 50 per cento da titoli del prestito per l'edilizia scolastica.

In seguito (dicembre 1967), insieme all'investimento in cartelle fondiariae ed agrarie fu consentito anche l'investimento in obbligazioni emesse per conto del Tesoro dal Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche.

La quantità di cartelle fondiariae ed agrarie disponibili nel sistema è stata nel corso degli ultimi anni sempre sufficientemente elevata per cui queste non hanno imposto alcun vincolo

di costituire riserva in titoli concessa negli anni più recenti alle aziende di credito è equivalsa ad una riduzione dei coefficienti di riserva.

Per i titoli a lungo termine il cui prezzo è stabilizzato da operazioni di mercato aperto è da ritenere che l'intervento della banca centrale sia volto soprattutto a diminuire la rischiosità connessa col possesso degli anzidetti titoli al fine di stimolarne la domanda da parte dei privati e delle banche. Non sembra quindi di poter parlare di una loro equivalenza al contante e pertanto non sono inclusi nella base monetaria.

3. Influenza sul credito e sui tassi d'interessi: un'analisi empirica.

L'efficacia dello strumento costituito dalla base monetaria, ai fini della regolazione del credito e dei tassi d'interesse, dipende essenzialmente da due ordini di motivi:

a) la stabilità delle funzioni di domanda di base monetaria da parte del pubblico;

b) l'influenza sull'offerta di credito di quella parte della base monetaria che rimane a disposizione delle banche.

Poiché il pubblico può scambiare contro depositi bancari, senza alcun impedimento, ed entro limiti sufficientemente ampi, la base monetaria, l'instabilità delle relative funzioni di domanda precluderebbe ogni possibilità di graduare gli effetti degli interventi delle Autorità monetarie. Le banche verrebbero infatti assoggettate a variazioni imprevedibili del livello delle riserve libere, con le relative conseguenze sull'espansione del credito e sui tassi d'interesse, indipendentemente dalla regolazione della base monetaria che si va conducendo da parte delle Autorità.

all'espansione del credito, ma le norme sopra ricordate hanno invece avuto piuttosto lo scopo di facilitare il piazzamento degli anzidetti titoli e sostenerne il prezzo.

Per quanto riguarda i titoli del prestito dell'edilizia scolastica, la Banca d'Italia ne ha messo a disposizione delle aziende di credito nel periodo ottobre-dicembre 1968, un ammontare di 131 miliardi da utilizzare per scopi di riserva. Tale ammontare è apparso come troppo elevato poiché le aziende ne hanno assorbito solo 112 miliardi; in un secondo momento ne hanno acquistati altri 36 miliardi per investimenti liberi (cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione 1967*, p. 227); sembra pertanto che neanche questi titoli abbiano rappresentato un fattore limitativo nel processo di espansione del credito (salvo considerare la possibilità di errori da parte delle aziende nel valutare le loro necessità di tali titoli).

Al contrario, una domanda di base monetaria da parte del pubblico stabile e funzione di parametri che, nel breve periodo, dipendono poco o non dipendono affatto dalla condotta della politica monetaria, permette di trasferire sulla liquidità delle banche qualsiasi azione sulla base monetaria. Tale, come si vedrà più oltre, sembra essere il caso per l'Italia.

Resta quindi da accertare la stabilità della relazione che lega la quantità di riserve libere, il livello dei tassi d'interesse e il credito. Infatti, se l'ammontare di base monetaria a disposizione delle banche pone sempre un limite massimo all'espansione dei depositi, raggiunto allorché tutte le riserve libere sono state trasformate in obbligatorie, la sufficiente stabilità di tale relazione è importante ai fini della trasmissione al sistema economico, tramite i tassi d'interesse, degli impulsi espansivi e restrittivi.

La stabilità di detta relazione può essere verificata mediante l'analisi dell'influenza della parte di base monetaria a disposizione delle banche sull'offerta di credito, nonché dell'esistenza di elasticità non nulle della domanda e offerta di credito rispetto ai tassi d'interesse.

3.1. Domanda di base monetaria da parte del pubblico.

Il pubblico detiene base monetaria sotto forma di moneta legale (emessa dalla banca centrale o dal Tesoro), di depositi postali (a risparmio, in conto corrente e buoni fruttiferi) e, per un ammontare limitato, sotto forma di buoni ordinari del Tesoro (BOT) e depositi presso il Tesoro e la Cassa Depositi e Prestiti (14).

(14) Dalla seguente tabellina si può dedurre l'importanza delle varie componenti (i dati sono in miliardi di lire).

	Circolante	Depositi postali	BOT	Depositi p. Tesoro e Cassa DD.PP.
Fine 1966	4.567,2	4.446,4	10,5	36,5
Fine 1967	5.052,6	4.901,6	10,4	57,1
Fine 1968	5.259,8	5.249,3	9,4	24,3

I depositi presso il Tesoro e la Cassa DD.PP. sono posseduti da Istituti Previdenziali. Un ammontare non trascurabile di depositi liberi presso la Banca d'Italia è posseduto dagli Istituti speciali di credito. Nelle analisi riportate nelle Relazioni della Banca d'Italia è apparso più opportuno detrarre le variazioni (in aumento) nella quantità di tali depositi, dalla creazione di base monetaria (c.d. altri settori) anziché classificarla tra le forme di utilizzo. L'importanza

a) *Circolante.*

La stabilità della domanda di circolante risulta già dalla seguente tabellina che riporta i valori dei rapporti tra circolante nelle mani del pubblico (media dei quattro dati di fine trimestre) e reddito nazionale netto, per gli anni che vanno dal 1951 al 1967.

Anno		Anno	
1951	0,1181	1960	0,1120
1952	0,1215	1961	0,1176
1953	0,1143	1962	0,1153
1954	0,1113	1963	0,1182
1955	0,1112	1964	0,1161
1956	0,1111	1965	0,1153
1957	0,1096	1966	0,1177
1958	0,1089	1967	0,1175
1959	0,1126		

L'oscillazione del rapporto, come si rileva dalla tabella, è contenuta entro margini molto limitati, nonostante la lunghezza del periodo di riferimento e i cambiamenti strutturali intervenuti nell'economia italiana nel corso dello stesso periodo.

La serie di rapporti sopra riportata suggerisce che la determinante fondamentale della domanda di circolante è costituita dal valore del reddito; quest'ultimo adottato come una misura del volume delle transazioni. Sul comportamento della variabile in esame agiscono tuttavia altri fenomeni, i più importanti dei quali sembrano essere i livelli dei tassi d'interesse e la distribuzione del reddito tra il fattore lavoro e gli altri fattori di produzione (15).

Un aumento dei tassi d'interesse, a parità di altre condizioni, riduce la domanda di circolante in quanto si tende a risparmiare sulle scorte liquide in presenza di rendimenti più elevati delle altre attività o di un costo più elevato del credito.

Uno spostamento delle quote di reddito a favore dei redditi da lavoro comporta invece un aumento della circolazione, sia perché i pagamenti di salari e stipendi avvengono in gran parte mediante il circolante, sia perché all'aumento di tali redditi è legato quello delle

dell'ammontare di BOT posseduti dal pubblico è diminuita fortemente da quando è stato riformato il sistema di emissione a richiesta senza limite passando all'aggiudicazione mediante aste mensili aperte solo alle banche. L'ammontare era infatti di 143,2 miliardi alla fine del 1962 e di 25,5 miliardi alla fine del 1963.

(15) Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale 1967*, p. 254 e segg.

transazioni per consumi, che si servono, in misura pressoché esclusiva, del circolante.

Un'analisi di regressione multipla permette di verificare l'influenza di tali variabili sulla circolazione e la stabilità attraverso il tempo delle relazioni trovate.

Nelle seguenti equazioni la variabile CIRC rappresenta il circolante posseduto dal pubblico (media, per ogni anno, dei quattro dati di fine trimestre); la variabile PNN rappresenta il prodotto nazionale netto a prezzi correnti e W i redditi da lavoro dipendente; i_G e \bar{i}_G rappresentano, rispettivamente, il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine (buoni del Tesoro poliennali, titoli consolidati e redimibili) e la relativa media. Il periodo di stima è quello 1951-1967 (16).

$$[1] \quad \text{CIRC} = -72,47 + 0,1188 \text{ PNN} \\ (33,30) (0,0015) \\ R^2 = 0,997 \quad \text{D.W.} = 0,99 \quad \bar{S} = 54,58$$

$$[2] \quad \text{CIRC} = -41,04 + 0,1169 \text{ PNN} - 0,00231 \text{ PNN}(i_G - \bar{i}_G) \\ (36,54) (0,0018) \quad (0,0014) \\ R^2 = 0,998 \quad \text{D.W.} = 1,08 \quad \bar{S} = 51,52$$

$$[3] \quad \text{CIRC} = 109,97 + 0,1633 \text{ W} + 0,0593 (\text{PNN} - \text{W}) - 0,00275 \text{ PNN}(i_G - \bar{i}_G) \\ (71,21) (0,0197) \quad (0,0012) \quad (0,00120) \\ R^2 = 0,998 \quad \text{D.W.} = 1,52 \quad \bar{S} = 44,70$$

Dai risultati emerge di nuovo l'importanza del reddito (prodotto nazionale netto) nello spiegare i movimenti nella circolazione; tuttavia anche il valore dei tassi d'interesse che nelle equazioni è stato ponderato mediante il valore del prodotto nazionale, e la distribuzione del reddito tra il fattore lavoro e gli altri redditi concorrono in maniera significativa a spiegare i movimenti della stessa variabile.

Il basso valore dell'errore standard della regressione pari, nella terza equazione, a meno del 2 per cento della media della variabile dipendente, e la forte significatività di tutti i coefficienti (eccetto la costante) permettono di concludere che la domanda di circolante è

(16) Il simbolo R^2 rappresenta il coefficiente di determinazione multipla corretto per i gradi di libertà usati nel calcolo dei coefficienti di regressione; il simbolo D.W. rappresenta il coefficiente di Durbin e Watson; il simbolo \bar{S} rappresenta l'errore standard della regressione. I valori tra parentesi sono gli errori standard dei coefficienti di regressione.

spiegata in maniera soddisfacente dalle tre variabili considerate. Tra queste, PNN e W possono ritenersi, nel breve periodo, pressoché indipendenti dall'andamento della creazione e delle forme di utilizzo della base monetaria.

I tassi d'interesse rappresentati da i_G , dipendono invece dall'azione della politica monetaria, ma il loro effetto sulla circolazione è nel complesso molto limitato. Accettando come corretti i valori dei coefficienti stimati, una variazione di un punto in i_G , pari a poco meno del 50 per cento del campo di variazione della stessa variabile nel corso del periodo esaminato, comporterebbe, per un valore PNN di circa 40.000 miliardi, una variazione in senso inverso del circolante di circa 100-120 miliardi (17).

b) Depositi postali.

Anche per i depositi postali è possibile mettere in luce una dipendenza dall'andamento del reddito e dei tassi d'interesse.

Si è fatta distinzione nell'analisi che segue tra depositi a risparmio e buoni fruttiferi da una parte e depositi in conto corrente dall'altra, rapportando la variazione dei primi al flusso del reddito, in considerazione del loro carattere di forma di investimento del risparmio, e la consistenza dei secondi allo stesso reddito, in considerazione del loro carattere di mezzi di pagamento; misurando quindi il livello dei tassi d'interesse mediante il rendimento dei titoli di Stato si sono ottenute le seguenti regressioni stimate mediante osservazioni annuali relative al periodo 1951-67.

$$[4] \quad \Delta DEPR = 366,6 + 0,0074 RNL - 54,73 i_G$$

(0,0011) (16,92)

$R^2 = 0,878$ D.W. = 1,14 $\bar{S} = 35,9$

$$[5] \quad DPC/C = 0,0089 RNL - 29,146 (i_G - \bar{i}_G)$$

(0,0004) (16,90)

$R^2 = 0,970$ D.W. = 0,30 $\bar{S} = 41,7$

(17) Ottenibile dal prodotto del coefficiente 0,00275 per il valore di PNN. La scalatura del tasso d'interesse con il valore del reddito permette di tener conto del differente valore dell'effetto di i_G in funzione della variazione della consistenza di circolante (ipotizzata come approssimativamente proporzionale a quella del prodotto nazionale netto).

È da osservare che il coefficiente di i_G presenta una certa distorsione sistematica verso il basso (« bias ») in conseguenza della correlazione negativa dell'errore dell'equazione con la stessa variabile i_G (a parità di altre condizioni, un aumento della circolazione riduce la liquidità delle banche e induce per tale via un aumento dei tassi d'interesse). L'entità della distorsione può essere accertata solo ricorrendo a metodi di stima per equazioni simultanee.

Nelle equazioni sopra riportate il simbolo $\Delta DEPR$ rappresenta la variazione annuale dei depositi postali a risparmio e buoni fruttiferi, il simbolo DPC/C rappresenta la consistenza dei depositi postali in conto corrente, RNL il reddito nazionale lordo a prezzi correnti e i_G il rendimento dei titoli di Stato (\bar{i}_G è la media di i_G).

Anche per i depositi postali, che dopo il circolante rappresentano la più importante componente della base monetaria del pubblico, il limitato valore dell'errore standard delle regressioni e la significatività dei coefficienti delle variabili esplicative (anche tenendo conto di una certa sottostima negli errori standard connessa al basso valore del coefficiente D.W.) pongono in luce una netta dipendenza dal reddito e, più limitata, dai tassi d'interesse (18).

Nel complesso le stime presentate permettono di concludere che variazioni nel volume di base monetaria tendono a riflettersi, a parità di altre condizioni, soprattutto nel volume delle riserve bancarie. La parte assorbita dal pubblico è infatti determinata in misura prevalente dall'andamento di variabili che nel breve periodo sono pressoché indipendenti dalle variabili monetarie (reddito e sue componenti).

3.2. Domanda e offerta di credito.

L'espansione massima dei depositi e del credito che può aver luogo in presenza di un dato ammontare di base monetaria delle banche, e cioè il totale della base monetaria meno la parte assorbita dal pubblico, dipende dal coefficiente di riserva obbligatoria e da quello minimo di riserve libere, date le forme di provvista diverse dai depositi ed essendo commensurate agli stessi depositi le percentuali di riserva.

L'ammontare effettivo della quantità del credito e dei tassi d'interesse dipende invece, oltre che dall'ammontare di base monetaria, dalla domanda di credito e di depositi da parte del pubblico.

(18) Anche in questo caso, tuttavia, se si ritiene che l'entità di finanziamento a breve del Tesoro non sia influenzata dall'andamento della raccolta postale, almeno per variazioni limitate di questa, la stima del coefficiente di i_G è affetta da una distorsione sistematica che ne riduce il valore assoluto. Nell'equazione [5] è stato possibile ottenere un coefficiente significativo per il tasso d'interesse soltanto costringendo il piano di regressione a passare per l'origine. Per tale motivo si ottiene un valore di D.W. piuttosto basso. Il valore di R^2 è ottenuto come rapporto tra sommatoria dei quadrati della variabile teorica e stessa sommatoria per la variabile osservata.

Ad un dato ammontare di credito, e ai valori delle variabili che ne spiegano l'offerta e la domanda, si associa anche un unico livello dei tassi d'interesse; le relazioni fra tutte queste variabili ed in particolare quelle tra base monetaria, da un lato, e tassi d'interesse e credito dall'altro, possono essere analizzate mediante la stima, qui di seguito riportata, dei parametri delle equazioni di un modello di domanda e offerta di credito bancario.

In tale modello, l'offerta da parte delle banche si è fatta dipendere dalla quantità di base monetaria in possesso delle stesse e dal livello dei tassi d'interesse. Sono stati considerati due diversi concetti dell'offerta di credito rappresentati, rispettivamente, dagli impieghi e dalla somma di impieghi e investimenti in titoli esclusi quelli destinati a riserva obbligatoria.

La domanda di credito si è ipotizzata funzione del reddito nazionale lordo (il cui valore dovrebbe rappresentare un indice delle necessità di capitale fisso e circolante, da finanziare in parte mediante il credito bancario) e dei tassi d'interesse. Dal lato della domanda è stata considerata soltanto quella parte del credito che assume la forma di impieghi; la considerazione della parte che passa tramite il mercato dei titoli a reddito fisso, anche se utile al fine di eliminare alcune inconsistenze nella stima dei parametri, necessita di un'analisi la cui trattazione allargherebbe eccessivamente i limiti del presente lavoro.

La stima consistente dei parametri delle anzidette equazioni richiede la specificazione di un completo modello del settore monetario e finanziario dell'economia e l'adozione di metodi di stima per equazioni simultanee; tuttavia i risultati qui di seguito riportati, pur avendo carattere preliminare, sembrano fornire una convincente evidenza empirica circa la dipendenza del credito e dei tassi d'interesse dalla quantità di base monetaria, per cui si è ritenuto di esporli pur avendo essi carattere preliminare.

Le equazioni sono state tutte stimate sulla base di dati trimestrali che coprono il periodo che va dal 1° trimestre del 1958 al 4° trimestre del 1967 (40 osservazioni).

La forma dell'equazione di offerta di credito è la seguente (gli indici t , $t-1$, ecc. indicano il periodo in cui sono effettuate le osservazioni):

$$CR_t = \alpha + \beta_1 BMB_t + \beta_2 BMB_{t-1} + \dots + \gamma_1 i_t + \gamma_2 i_{t-1} + \dots$$

dove i simboli hanno il significato:

CR = Valore del credito.

BMB = Base monetaria delle banche (liquidità più riserve obbligatorie, meno la parte derivante da indebitamento verso l'estero e verso la banca centrale).

La variabile così costruita è in gran parte indipendente dal comportamento delle banche che possono influenzarla solo in misura limitata, tramite variazioni sul tasso d'interesse pagato sui depositi (influenza in tal modo sulla domanda di base monetaria da parte del pubblico).

i = Livello dei tassi d'interesse, misurato con il rendimento medio durante il trimestre dei titoli di Stato a lungo termine (buoni poliennali del Tesoro, consolidati e redimibili).

Si è adottata tale misura per tutte le forme di credito anche per la non disponibilità di serie di dati soddisfacenti relative ai tassi d'interesse sugli impieghi.

La somma dei coefficienti β , che debbono risultare tutti positivi, rappresenta una stima del moltiplicatore del credito applicato al particolare concetto di base monetaria utilizzato (tenuto conto del tempo necessario per l'esplicazione del processo moltiplicativo).

La somma dei coefficienti γ , che pure debbono risultare positivi, misura gli effetti sull'offerta di credito del valore dei tassi d'interesse.

La forma adottata per l'equazione di domanda di credito è la seguente:

$$CR = \alpha + \beta_1 RNL_t + \beta_2 RNL_{t-1} + \dots + \gamma_1 i_t + \gamma_2 i_{t-1} + \dots + \delta_1 BMES_t + \delta_2 BMES_{t-1} + \dots + \varepsilon_1 S_1 + \varepsilon_2 S_2 + \varepsilon_3 S_3$$

dove le variabili hanno il significato:

RNL = Valore del reddito nazionale lordo a prezzi correnti; flussi trimestrali ottenuti mediante elaborazioni effettuate su dati ISTAT e ISCO.

i = Rendimento medio dei titoli di Stato a lungo termine.

BMES = Somma della voce « Tesoro » e della voce « Estero » nella situazione consolidata BI-UIC, dedotta la posizione passiva netta delle aziende di credito verso l'estero, o sommata la loro posizione attiva.

La variabile così ottenuta misura la quantità di mezzi di pagamento ottenuta dal sistema economico senza far ricorso al credito bancario.

S_1, S_2, S_3 = Variabili di comodo per tener conto della stagionalità.

La somma dei coefficienti β che debbono risultare positivi, stima l'effetto marginale di variazioni del reddito sulla domanda di impieghi.

La somma dei coefficienti γ , negativi, stima l'effetto sulla domanda di credito del livello dei tassi d'interesse.

La somma dei coefficienti δ , tutti negativi, stima l'effetto riduttivo sulla domanda di credito dovuto ad una variazione nell'offerta di mezzi di pagamento derivante da avanzo sull'estero o da disavanzo del Tesoro. Tale somma dovrebbe risultare al massimo uguale all'unità; risulterà invece inferiore nella misura in cui l'offerta di altri mezzi di pagamento fa risentire il suo effetto, oltre che sul credito, anche su altre voci attive e passive del bilancio consolidato del sistema creditizio, o sulla circolazione.

Stimando le funzioni con il metodo dei minimi quadrati, si sono ottenuti per l'offerta di credito, i seguenti risultati (la variabile CR(imp) indica gli impieghi e la variabile CR il totale del credito).

- [1] $CR(imp)_t = -22807,7 + 1,245 BMB_t + 1,660 BMB_{t-1} +$
 $(7804,0) (0,186) (0,248)$
 $+ 1,245 BMB_{t-2} + 4177,0 i_t$
 $(0,186) (1427,1)$
 $R^2 = 0,577 \quad D.W. = 0,13 \quad \bar{S} = 2519,3$
- [2] $CR(imp)_t = -18793,9 + 0,835 BMB_t + 1,252 BMB_{t-1} + 1,252 BMB_{t-2} +$
 $(8571,2) (0,133) (0,200) (0,200)$
 $+ 0,835 BMB_{t-3} + 1034,9 i_t + 1379,9 i_{t-1} + 1034,9 i_{t-2}$
 $(0,133) (472,5) (630,0) (472,5)$
 $R^2 = 0,53 \quad D.W. = 0,07 \quad \bar{S} = 2595,0$
- [3] $CR_t = 32464,0 + 1,744 BMB_t + 2,325 BMB_{t-1} +$
 $(9459,2) (0,225) (0,300)$
 $+ 1,744 BMB_{t-2} + 5612,4 i_t$
 $(0,225) (1729,7)$
 $R^2 = 0,646 \quad D.W. = 0,14 \quad \bar{S} = 3053,6$
- [4] $CR_t = -27924,1 + 1,175 BMB_t + 1,762 BMB_{t-1} + 1,762 BMB_{t-2} +$
 $(10424,4) (0,162) (0,243) (0,243)$
 $+ 1,175 BMB_{t-3} + 1433,5 i_t + 1911,4 i_{t-1} + 1433,5 i_{t-2}$
 $(0,162) (574,6) (766,2) (574,6)$
 $R^2 = 0,610 \quad D.W. = 0,07 \quad \bar{S} = 3156,0$

Le stime pongono tutte in luce una netta dipendenza del credito dalla quantità di base monetaria e dai tassi d'interesse (19). Tentativi di introdurre una variabile di comodo che potesse tener conto della riduzione del coefficiente di riserva operata a partire dal 1966, nonché dell'effetto della stabilizzazione del corso dei titoli, hanno dato invece, per queste equazioni, risultati scarsamente significativi dal punto di vista statistico.

La somma dei valori dei coefficienti della variabile BMB assume, nel caso che la variabile dipendente sia costituita dagli impieghi, un valore di poco superiore a 4,0; tale valore che costituisce, come detto più sopra, una stima del moltiplicatore, non è molto diverso dal rapporto tra media della variabile dipendente e media della variabile BMB, durante il periodo scelto per la stima (20).

Dalle stime si può anche dedurre che il processo moltiplicativo tende a manifestarsi nel giro di due o tre trimestri. Facendo riferimento, ad esempio, all'equazione [2], una variazione di un ammontare pari a 100 miliardi di base monetaria comporterebbe le seguenti variazioni nell'offerta di impieghi (e negli impieghi effettivi se le altre variabili, in particolare il reddito, mutano in ammontare sufficiente a mantenere costanti i tassi d'interesse):

nello stesso trimestre	183 miliardi
dopo 1 trimestre	208 »
dopo 2 trimestri	334 »
dopo 3 trimestri	416 »

(19) Per la stima degli sfasamenti temporali è stata adottata la tecnica di S. Almon (cfr. SHIRLEY ALMON, *The Distributed Lag Between Capital Appropriation and Expenditure*, « Econometrica », vol. 33, n. 1). Proprio per l'applicazione di tale tecnica i valori dei coefficienti di D.W. risultano in generale molto bassi; di conseguenza i valori degli errori standard dei coefficienti sono tutti distorti verso il basso e la significatività dei coefficienti è sovrastimata. In tutti gli esempi riportati il grado di polinomio interpolante è stato posto pari a 2, onde risparmiare al massimo sui gradi di libertà nella stima; tale fatto spiega la simmetria dei valori dei coefficienti. Tentativi con polinomi di grado più elevato hanno fornito valori praticamente identici per la somma dei coefficienti.

(20) Il carattere eteroschedastico delle stime attribuisce un peso più elevato, nella determinazione del valore dei coefficienti, alla relazione che si ha tra le variabili nel periodo finale dell'intervallo di tempo considerato. Poiché in tale intervallo il moltiplicatore è stato più elevato (essendosi sensibilmente ridotto il valore del coefficiente di riserva obbligatoria), la somma dei coefficienti di regressione di CR(imp) su BMB appare leggermente più elevata del rapporto tra le medie delle stesse variabili.

La dipendenza dell'offerta di impieghi dai tassi d'interesse appare elevata nonostante che sulla stima dei relativi coefficienti si faccia risentire fortemente l'effetto dell'errore da equazioni simultanee. Una variazione permanente di un punto nel tasso medio di rendimento dei titoli di Stato sarebbe associata con un aumento dell'offerta di impieghi di circa 4.000 miliardi secondo l'equazione [1] e di circa 3.000 miliardi secondo l'equazione [2].

Se si considera l'offerta del totale del credito, equazioni [4] e [5], imponendo lo stesso schema di sfasamenti temporali trovato per i soli impieghi, si trova un valore del moltiplicatore pari a circa 5,8, valore che in questo caso supera quello del rapporto tra media della variabile CR e media della variabile BMB. Tale divergenza di valori pone in luce una tendenza crescente del rapporto tra investimenti in titoli e impieghi. La diminuzione del coefficiente di riserva obbligatoria e la politica di stabilizzazione del corso dei titoli, misure che hanno operato a partire dal 1966, hanno avuto come conseguenza un aumento del valore del moltiplicatore del credito ed uno spostamento dei portafogli delle banche dagli impieghi verso i titoli.

In ogni caso dall'equazione [4] risulterebbe che un aumento di 100 miliardi di base monetaria comporta le seguenti variazioni nell'offerta di credito:

nello stesso trimestre	117 miliardi
dopo 1 trimestre	294 »
dopo 2 trimestri	470 »
dopo 3 trimestri	587 »

Per quanto riguarda l'influenza sull'offerta totale di credito di una variazione di un punto nei tassi d'interesse, essa risulterebbe di circa 5.600 miliardi dall'equazione [3] e di circa 4.800 miliardi dall'equazione [4].

Si noti infine che tutte le equazioni sopra riportate sono approssimativamente omogenee, nel senso che la variabile dipendente assume valore all'incirca nullo allorché la base monetaria si pone uguale a zero e i tassi d'interesse si fanno uguali al loro valore medio.

Per la domanda di credito (per la quale, come già detto, sono stati considerati i soli impieghi), alcune stime effettuate col metodo dei minimi quadrati hanno fornito i seguenti risultati.

$$[5] \quad CR(\text{imp})_t = 724,1 + 0,497 RNL_t - 215,4 i_t - 0,185 BMES_t + \\ (635,2) \quad (0,170) \quad (92,9) \quad (0,124) \\ - 180,1 S_1 - 204,6 S_2 - 496,3 S_3 + 0,824 CR(\text{imp})_{t-1} \\ (247,2) \quad (141,5) \quad (106,2) \quad (106,2) \\ R^2 = 0,997 \quad D.W. = 1,22 \quad \bar{S} = 214,6$$

$$[6] \quad CR(\text{imp})_t = -889,9 + 0,649 RNL_t + 0,865 RNL_{t-1} + 0,649 RNL_{t-2} + \\ (1511,1) \quad (0,046) \quad (0,061) \quad (0,046) \\ - 617,1 i_t - 0,197 BMES_t - 202,6 S_1 + \\ (297,9) \quad (0,271) \quad (218,5) \\ + 380,8 S_2 + 348,7 S_3 \\ (213,2) \quad (206,3) \\ R^2 = 0,986 \quad D.W. = 0,24 \quad \bar{S} = 457,7$$

$$[7] \quad CR(\text{imp})_t = -1573,7 + 0,690 RNL_t + 0,920 RNL_{t-1} + 0,690 RNL_{t-2} + \\ (1573,5) \quad (0,054) \quad (0,072) \quad (0,054) \\ - 0,139 BMES_t - 0,185 BMES_{t-1} - 0,139 BMES_{t-2} + \\ (0,10) \quad (0,133) \quad (0,10) \\ - 468,7 i_t - 78,1 S_1 + 516,0 S_2 + 410,1 S_3 \\ (316,9) \quad (224,6) \quad (224,4) \quad (206,2) \\ R^2 = 0,987 \quad D.W. = 0,26 \quad \bar{S} = 447,8$$

$$[8] \quad CR(\text{imp})_t = -21,3 + 0,626 RNL_t + 0,835 RNL_{t-1} + 0,626 RNL_{t-2} + \\ (1258,0) \quad (0,043) \quad (0,058) \quad (0,043) \\ - 231,8 i_t - 309,1 i_{t-1} - 231,8 i_{t-2} - 0,085 BMES_t + \\ (71,9) \quad (95,9) \quad (71,9) \quad (0,255) \\ - 129,0 S_1 + 355,2 S_2 + 321,9 S_3 \\ (197,8) \quad (197,1) \quad (190,1) \\ R^2 = 0,988 \quad D.W. = 0,26 \quad \bar{S} = 422,6$$

Nella equazione [5], stimata imponendo uno schema autoregressivo di Koyck, il reddito assume, nella soluzione di lungo periodo, un coefficiente pari a circa 2,7; il tasso d'interesse un coefficiente negativo pari a circa 1.200, la base monetaria esogena un coefficiente pari a circa -1,0. Il valore del coefficiente di Durbin

e Watson, benché distorto verso l'alto a causa della presenza, tra le variabili indipendenti dell'equazione, della variabile dipendente sfasata (21), rivela un'autocorrelazione positiva negli errori; di conseguenza anche la stima del coefficiente della variabile sfasata ha una distorsione verso l'alto e così pure le stime dei coefficienti di lungo periodo delle variabili RNL, i e BMES.

Nell'equazione [6] la somma dei coefficienti di RNL è pari infatti a circa 2,2 e i coefficienti del tasso d'interesse e della base monetaria esogena appaiono più bassi di quelli forniti dalla soluzione di lungo periodo dell'equazione precedente. Tuttavia mentre i coefficienti del reddito, data l'elevata significatività, dovrebbero presentare una distorsione limitata, per i coefficienti delle altre due variabili la distorsione derivante dalla simultaneità è più grave.

Le equazioni [7] e [8] pongono in luce un'influenza negativa sulla domanda di credito anche dei valori sfasati della variabile BMES e di quelli del tasso d'interesse. Anche in queste equazioni sono presenti le distorsioni nelle stime dei coefficienti derivanti da simultaneità; esse interessano soprattutto i coefficienti della variabile BMES e del tasso d'interesse che tendono ad apparire più bassi in valore assoluto.

Stime effettuate con il metodo dei minimi quadrati a due stadi, mentre hanno sostanzialmente confermato i risultati già ottenuti per la domanda di credito, hanno fornito risultati per l'offerta di credito in cui il tasso d'interesse appare con coefficienti più alti e più significativi.

4. Conclusioni.

Partendo da una definizione di base monetaria, come aggregato di attività finanziarie in grado di influenzare l'ammontare del credito e della liquidità e i tassi d'interesse attraverso il processo di moltiplicazione operato dalle banche, si è studiato quali sono le attività che hanno tali caratteristiche in presenza di differenti regimi di riserve obbligatorie e di altre particolarità istituzionali; basandosi sui

(21) Cfr. M. NERLOVE and K. F. WALLIS, *Use of the Durbin Watson Statistic in Inappropriate Situations*, « *Econometrica* », vol. 34, n. 1.

risultati di tale analisi è stato quindi possibile individuare, per l'Italia, una serie di attività che possiedono le anzidette caratteristiche.

La domanda di tali attività da parte del pubblico è legata soprattutto all'andamento del reddito e dipende in misura quantitativamente poco importante dal livello dei tassi d'interesse, a loro volta dipendenti dall'ammontare complessivo di base monetaria nel sistema. Ne consegue che variazioni dell'aggregato base monetaria tendono a riflettersi pressoché interamente sul livello delle riserve bancarie; depurando queste della parte ottenuta mediante ricorso al credito della banca centrale o dell'estero, o eventualmente aggiungendo la parte impiegata all'estero dalle banche, si ottiene una variabile il cui valore è in grado di influenzare l'ammontare del credito e il livello dei tassi d'interesse. Le analisi empiriche fin qui condotte, pur con tutti i limiti sopra ricordati e passibili di miglioramenti sul piano tecnico (peraltro introducibili solo nel contesto della stima di modelli più ampi e disponendo di migliori informazioni rispetto ai tassi d'interesse praticati sui crediti) pongono infatti in luce una precisa dipendenza dell'offerta di credito dalla quantità di base monetaria e dal livello dei tassi d'interesse, nonché una dipendenza con segno negativo, della domanda di credito dal livello degli stessi tassi.

Analisi più accurate possono portare ad una valutazione più precisa dei coefficienti e soprattutto del loro grado di significatività, ma sembra già di poter concludere che l'offerta di credito è più sensibile al livello dei tassi d'interesse di quanto non lo sia la domanda. Tale fatto, plausibile sulla base di considerazioni aprioristiche sul comportamento delle banche e degli imprenditori clienti delle banche, più sensibili le prime a variazioni, anche piccole, nel livello dei tassi di quanto non lo siano i secondi, ha come conseguenza che variazioni nel volume di base monetaria, se non sono accompagnate da variazioni nel livello della domanda di credito, hanno un effetto limitato sull'ammontare effettivo del credito.

Il meccanismo di tale processo può sintetizzarsi come segue: in presenza di una variazione del volume delle riserve, le banche, data la domanda di impieghi, si rivolgono al mercato dei titoli, determinando un livello del tasso d'interesse in equilibrio con l'ammontare di riserve posseduto; la domanda di credito (una delle limitazioni dell'analisi è la considerazione di una sola componente di tale domanda, quella che si esplica sotto forma di impieghi) varia in relazione al nuovo livello dei tassi d'interesse, ma nel complesso, anche dato un sufficiente periodo di tempo per la esplicazione di

tutti gli effetti ritardati, tale influenza dei tassi sulla domanda di credito è piuttosto limitata.

L'ammontare del credito, a parità di base monetaria, risponde invece in misura sensibile a variazioni della domanda di credito (22).

Ulteriori analisi dovranno approfondire gli anzidetti argomenti e tener conto in particolare dell'asimmetria degli effetti della politica monetaria in fase restrittiva rispetto alla fase espansiva (23).

ANTONIO FAZIO

(22) Sia dato un sistema di due equazioni in grado di determinare il valore delle due variabili endogene CR ed i , noti i valori delle variabili esogene BMB e RNL:

$$CR = a_1 \text{ BMB} + b_1 \text{ } i \text{ offerta di credito}$$

$$CR = a_2 \text{ RNL} - b_2 \text{ } i \text{ domanda di credito}$$

Dalla soluzione del sistema si ottiene:

$$CR = \frac{1}{b_1 + b_2} (b_2 a_1 \text{ BMB} + b_1 a_2 \text{ RNL})$$

$$i = \frac{1}{b_1 + b_2} (a_2 \text{ RNL} - a_1 \text{ BMB})$$

L'effetto di una variazione della base monetaria sul credito è tanto più elevato quanto più elevato è il moltiplicatore (a_1) più elevato il valore del coefficiente b_2 (influenza del tasso d'interesse sulla domanda di credito) rispetto a b_1 (influenza dello stesso tasso sull'offerta). Nelle stime ottenute il valore di b_2 tende ad apparire sempre nettamente inferiore a quello di b_1 . L'elevato valore del coefficiente b_1 rafforza invece l'influenza del reddito sul credito.

(23) Cfr. GUIDO CARLI, *Il processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti*, Conferenza del 9 dicembre 1968 alla Società di Economia Politica e di Statistica di Basilea, sta in: « Mondo Economico », 14 dicembre 1968.

Note Bibliografiche

RICHARD E. CAVES et al., *Britain's Economic Prospects*, George Allen & Unwin Ltd., Londra, 1968, pagg. 510.

Il volume raccoglie l'indagine svolta da un gruppo di economisti statunitensi e canadesi sull'andamento dell'economia britannica e sull'efficienza delle politiche economiche adottate. L'interesse dell'opera dipende anche dal particolare momento storico in cui essa è stata concepita e scritta, poiché oggi, com'è noto, i problemi economici del Regno Unito sono al centro dell'attenzione; le conclusioni raggiunte riguardo alla possibilità che venga raggiunto l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e che si riesca ad accelerare il saggio di sviluppo economico, sono in ogni modo cautamente ottimiste.

Il volume, pubblicato sotto gli auspici della Brookings Institution di Washington, fu progettato in una serie di incontri, svoltisi nel corso del 1966, tra il professor Walter Heller, il noto consigliere economico del Presidente Kennedy, e studiosi dell'economia britannica: si riconobbe allora l'utilità di una ricerca condotta da scrittori qualificati ma in un certo senso, a causa della loro nazionalità, estranei al problema, in modo che il vantaggio dell'obiettività e dell'osservazione distaccata superasse lo svantaggio della mancanza di specializzazione. Alla fase di

una concreta realizzazione si giunse alla fine del 1966, quando la Brookings Institution incaricò il professor Richard E. Caves di dirigere l'indagine e scegliere i collaboratori.

Da molti punti di vista le realizzazioni dell'economia britannica in questo dopoguerra vengono giudicati degni di nota: il saggio di sviluppo ottenuto e il raggiungimento della piena occupazione costituiscono risultati importanti, se si pensa che nello stesso periodo si sono dovuti fronteggiare i gravi problemi della ripresa postbellica, dei decrescenti redditi dall'estero e della crescente concorrenza sui mercati internazionali. Nondimeno, nell'opinione comune, il confronto con i paesi del Nord America è del tutto negativo per il Regno Unito; inoltre, a partire dagli anni '50, parecchi paesi dell'Europa occidentale hanno compiuto la ricostruzione e sviluppato le loro economie in maniera più rapida e soprattutto meno tormentata da crisi e interruzioni di quanto non sia avvenuto per l'economia britannica.

Ricercare i motivi di questo stato di cose è lo scopo del libro. Con esso si è inteso di compiere un esame molto ampio: così nella prima parte sono analizzati i tre grandi strumenti del governo della domanda globale (la politica fiscale, monetaria e dei redditi); la seconda parte è interamente dedicata

alla cruciale questione dei rapporti con l'estero (in particolare ai problemi della bilancia dei pagamenti e della bilancia commerciale); nella terza parte vengono considerati gli aspetti di lungo periodo (saggio di sviluppo, efficienza del sistema, politiche atte a risolvere i problemi relativi); nell'epilogo del volume sono indicate le scelte prioritarie cui si trova di fronte l'economia britannica.

Come risulta dal complesso di studi raccolti nel volume, i principali problemi dell'economia britannica sono costituiti dal debole saggio di sviluppo, dalle crisi di bilancia dei pagamenti e dalle politiche di controllo dei prezzi e della domanda. Due interpretazioni sono possibili a questo proposito.

Si potrebbe cioè ritenere, da un primo punto di vista, che i tre problemi siano collegati: ad esempio, il ridotto saggio di disoccupazione può essere all'origine della pressione inflazionistica, quindi delle difficoltà di bilancia dei pagamenti e in conclusione dello stentato ritmo di sviluppo; oppure può ritenersi che sia la bilancia dei pagamenti la causa prima di tutti gli altri problemi, in quanto, a seconda della situazione dei conti con l'estero, le autorità monetarie vengono indotte ad adottare politiche di freno o di stimolo che però mal si adattano alle condizioni del mercato interno; o, ancora, potrebbe essere la scarsa dinamica dello sviluppo a generare i problemi di politica interna e di bilancia dei pagamenti, in quanto un più rapido incremento del reddito reale permetterebbe di evitare più facilmente tensioni monetarie e crisi sul mercato internazionale.

Secondo un altro tipo di interpretazione, i tre elementi di crisi possono esser ritenuti indipendenti l'uno dall'altro, e la loro contemporanea presenza può esser considerata mera coincidenza. In particolare, il lento sviluppo del reddito potrebbe dipendere dall'assenza di favorevoli circostanze, di cui hanno invece goduto le economie continentali, e la crisi di bilancia dei pagamenti potrebbe derivare dalle varie difficoltà che una valuta internazionale inevitabilmente si trova a dover affrontare.

I singoli studi dibattono tali lineamenti di interpretazione. Nel primo (*Fiscal Policy*, di RICHARD A. e PEGGY B. MUSGRAVE) si giunge alla conclusione che i frequenti cambiamenti di politica fiscale hanno determinato considerevoli oscillazioni, per quanto riguarda sia l'occupazione sia il saggio di sviluppo del reddito. Questi cambiamenti, in parte, sono stati causati sia da motivi attinenti all'equilibrio della bilancia dei pagamenti, sia da ragioni di carattere affatto indipendente da obiettivi di stabilizzazione dell'economia. Ciò ha condotto a conferire maggiore importanza relativa, ai fini anti-congiunturali, alla politica monetaria.

Particolare attenzione è rivolta dagli autori al problema delle imposte sui profitti delle società, in quanto esso è strettamente connesso alla valutazione del contributo fornito dalla formazione di capitale allo sviluppo economico britannico, contributo che è ritenuto, in genere, scarsamente adeguato al bisogno. In verità la conclusione raggiunta accresce ancora l'incertezza esistente su tale questione, poiché risulta che, almeno all'inizio degli anni '60, le imposte britanniche incidevano meno di

quelle americane sui profitti e sui dividendi, tanto è vero che questi ultimi si trovavano ad un livello superiore a quello americano.

Inoltre risulta superiore anche la liquidità disponibile per investimenti delle società inglesi. Tutto ciò, dunque, rende ancor più inspiegabile il debole saggio di formazione del capitale nell'economia britannica.

Nel secondo saggio (*Monetary Policy*, di JOHN H. KAREKEN) si osserva che le restrizioni monetarie in genere hanno coinciso con misure analoghe in campo fiscale, così da render piuttosto difficile l'analisi del loro specifico effetto. Inoltre la politica monetaria, sempre insieme alla politica fiscale, ha avuto il difetto di frequenti sfasature rispetto all'andamento del mercato interno, e ciò per la ragione del suo impiego prioritario in materia di bilancia dei pagamenti.

Il controllo della domanda è affidato alla selezione ed al razionamento del credito, oltre che a suggerimenti non formali, piuttosto che alla variazione dei saggi d'interesse a breve termine, e ciò probabilmente per i dubbi che la Banca d'Inghilterra nutre sulle sue effettive possibilità di governare l'offerta di moneta con tale strumento. Inoltre è difficile valutare la portata della politica monetaria inglese a causa delle limitate esperienze d'impiego. In linea di massima, comunque, i vincoli di carattere istituzionale e il fatto che essa appare destinata piuttosto ad obiettivi di carattere internazionale fanno ritenere più opportuno l'impiego, a fini interni, della politica fiscale.

Il Regno Unito, come molti altri paesi, ha sperimentato gravi difficoltà nel tentativo di ottenere il pieno impiego senza significativi aumenti nel

livello generale dei prezzi, e più di altri paesi ha motivo di temere gli effetti dell'inflazione sullo stato dei rapporti con l'estero. Perciò i ricorrenti tentativi di impostare una politica dei redditi non sorprendono.

È questo il tema del terzo studio (*Incomes Policy*, di DAVID C. SMITH). I tentativi di « politica dei redditi » sono stati finora considerati come misure di emergenza, ma di recente si è intensificata la ricerca di una soluzione permanente. Tuttavia non sembra che i risultati delle misure adottate siano stati sufficienti, e il problema di impostare una efficiente politica dei redditi con caratteri di stabilità rimane ancora sulla carta.

Con il quarto studio (*The Balance of Payments*, di RICHARD N. COOPER) ha inizio la seconda parte del volume, dedicata ai problemi internazionali. La necessità di fronteggiare le crisi di bilancia dei pagamenti ha imposto costi pesanti all'economia britannica: in primo luogo la disoccupazione connessa alle misure volte a migliorare la parte corrente della bilancia; in secondo luogo l'effetto destabilizzatore di tali misure sul mercato interno; infine le perdite reali connesse con altri tipi di restrizione (sovrimeposte sulle importazioni, controllo sugli investimenti esteri, ecc.). Lo studio analizza anche le ricorrenti difficoltà della bilancia dei pagamenti, precedenti la svalutazione del 1967, individuandone la radice nel tentativo di ottenere troppi risultati nello stesso tempo: lo sviluppo interno e il pieno impiego, gli aiuti all'estero e la presenza militare nel mondo, il ruolo di centro monetario internazionale, e tutto ciò in presenza di troppe circostanze

sfavorevoli sia in patria che sul mercato mondiale.

Tra i motivi di fondo della debolezza della posizione britannica è da includere anche, naturalmente, il deterioramento della bilancia commerciale, esaminata in un altro studio (*British Trade Performance*, di LAWRENCE B. KRASE). Né i prezzi né la qualità delle merci inglesi d'esportazione o delle merci in concorrenza con quelle importate sono stati tali da proteggere la quota britannica di esportazione sul mercato mondiale, o da contrastare la crescente penetrazione di merci estere sul mercato interno. In effetti il commercio d'esportazione del Regno Unito si concentra troppo su mercati nei quali la domanda si accresce ad un ritmo relativamente lento e su prodotti di scarse prospettive dinamiche. Né le accresciute spese per la ricerca pura ed applicata, che pure hanno fatto sentire i loro benefici effetti anche nel campo del commercio estero, sembrano in grado di mutare radicalmente la situazione.

La terza parte del volume riguarda, come si è detto, il problema di lungo periodo del saggio di sviluppo del reddito e degli effetti che l'efficienza o la inefficienza dei vari settori dell'economia britannica esercitano su tale saggio.

Il capitolo più importante è quello introduttivo (*Economic Growth*, di EDWARD F. DENISON). Esso si basa su una precedente opera dello stesso Denison (*Why Growth Rates Differ: Post-war Experience in Nine Western Countries*, Brookings Institution, 1967, svolto in collaborazione con J.-P. POUILLIER) nel quale sono poste a confronto le esperienze di sviluppo di nove paesi occidentali nel periodo 1950-62 e si

cerca di identificare le « fonti dirette » dello sviluppo stesso.

In linea di massima, l'economia britannica ha sperimentato una espansione più lenta di quella delle altre economie prese in esame, non perché abbia rivelato gravi insufficienze in qualche componente dello sviluppo — come nella disponibilità o nella qualificazione delle forze di lavoro, nel ritmo del progresso tecnologico, nell'iniziativa pubblica, nel commercio con l'estero e così via — ma perché in nessuno di questi campi ha potuto fruire di condizioni particolarmente favorevoli, come invece è avvenuto in ciascuno degli altri paesi, dove l'una o l'altra delle componenti dello sviluppo ha fornito contributi di carattere eccezionale all'espansione economica. Ad esempio, il ritmo d'aumento ed il grado di preparazione delle forze di lavoro, in Gran Bretagna, non sono stati inferiori alla media delle economie occidentali; ma non è stato possibile avvantaggiarsi dell'opportunità, di cui invece hanno potuto godere altri paesi, di trasferire grandi masse di lavoratori dall'agricoltura e da altre attività a carattere familiare verso settori più efficienti, in quanto già nell'immediato dopoguerra le aliquote della popolazione attiva britannica impiegate in tali attività erano molto ridotte rispetto alla media europea.

Meno spiegabili sono le vicende relative agli incrementi del capitale e della produttività dei fattori impiegati, ambedue piuttosto deboli, comparativamente parlando, nel Regno Unito: a tale situazione va sostanzialmente attribuito il debole ritmo di sviluppo del reddito nazionale.

Gli altri studi della terza parte tentano, ciascuno in un campo diverso, di spiegare i vari aspetti di questa debole crescita del capitale e della produttività. Nel settimo capitolo (*Market Organization, Performance, and Public Policy*, dello stesso curatore del volume, RICHARD E. CAVES) si insiste particolarmente sulle deficienze del personale dirigente delle aziende, e quindi in generale sulla scarsa efficienza dell'organizzazione aziendale: il che sarebbe da ricondurre alle lacune riscontrabili nel settore dell'istruzione. Altra ragione di inefficienza, di carattere più oggettivo, è individuata nell'eccessiva varietà dei tipi di prodotto riscontrabile in gran parte delle imprese, varietà che determina notevoli diseconomie di scala.

L'eccessiva rigidità del mercato del lavoro è sottolineata nell'ottavo capitolo (*Collective Bargaining and Industrial Efficiency*, di LLOYD ULMAN) mentre nel nono capitolo (*Alternatives for Public Expenditure*, di WILLIAM G. SHEPHERD) vengono valutate l'organizzazione e l'efficienza delle industrie nazionalizzate e dei servizi sociali. Particolare attenzione è rivolta alle insufficienze dell'istruzione: ad esempio, nelle università il peso della tradizione avrebbe concentrato ogni sforzo per una superiore preparazione di ristretti gruppi di individui.

Il decimo capitolo (*Science and Technology*, di MERRON J. PECK) è dedicato ad un aspetto della moderna economia che va assumendo sempre più importanza. Di recente in Gran Bretagna si è dato un grande impulso alle attività di ricerca pura ed applicata; tuttavia permangono gravi situazioni di scarsità, non tanto in generale, quanto per

quel che riguarda in particolare la categoria degli ingegneri. Tale scarsità non si avverte solo dal lato dell'offerta; anche dal lato della domanda troppe aziende dimostrano di non comprendere l'importanza di disporre di ingegneri qualificati, specie ai fini di quell'essenziale obiettivo che è la traduzione delle scoperte scientifiche in applicazioni pratiche.

L'epilogo che chiude il volume riassume, in termini di indicazioni di scelte prioritarie per la politica economica britannica, le principali osservazioni e conclusioni discusse negli studi richiamati.

GIULIO PIETRANERA

**

ROBERT TRIFFIN, *Our International Monetary System: Yesterday, Today, and Tomorrow*, Random House, New York, 1968, pagg. xviii-206.

Il volume è dedicato, dall'A., a Teilhard de Chardin e a Charon: il Triffin infatti, sul piano dell'interpretazione storica, vuole applicare al campo monetario i concetti evolucionistici propri dei due noti scrittori. La moneta, egli afferma, come ogni altra istituzione umana, è sottoposta a un processo di evoluzione che si è sempre imposto sia ai conservatori che tentavano di frenarlo, sia ai radicali innovatori che volevano farlo deviare troppo decisamente dalla traiettoria ad esso impressa dalle vicende passate.

La « nascita » della moneta non fu né volontaria né sicuramente rilevata dal lato storico. La moneta merce emerse spontaneamente dall'attività di

baratto; il dominio secolare dell'oro e dell'argento fu il sottoprodotto di un processo evolutivo di scelte individuali determinate dalle particolari attitudini di questi metalli a svolgere il loro ruolo monetario.

Anche se il peso dell'azione statale divenne via via crescente, i successivi momenti furono, parimenti, il prodotto spontaneo di un processo evolutivo causato dagli sviluppi del mercato: così fu per la diffusione sul piano nazionale della moneta cartacea e del credito, e così avvenne anche per le vicende dei sistemi monetari internazionali.

Le difficoltà attuali del sistema dei pagamenti internazionali derivano, secondo l'A., in gran parte dal non rendersi conto delle concrete necessità di evoluzione delle istituzioni monetarie, delle necessità cioè di aggiustamento ai mutati bisogni e circostanze della nostra epoca. Allo stesso modo il modello del « gold standard » presentato nei trattati di economia è una costruzione astratta, che non dà conto della evoluzione verificatasi in passato, per cui, in realtà, la graduale « eutanasia » dell'oro aveva condotto, già alla vigilia della prima guerra mondiale, alla sua quasi completa sostituzione con altri mezzi di pagamento.

Il volume del Triffin, in cui sono largamente utilizzati scritti precedenti dell'A., è diviso in due parti. La prima è dedicata, per l'appunto, all'evoluzione passata, non per amore della trattazione storica in sé, come l'A. precisa, ma per trarne insegnamenti ai fini delle future riforme. Il tema conduttore di questa prima parte è infatti il concetto che il dominio dell'uomo sull'ambiente circostante si è estrinsecato, in campo

monetario, attraverso la graduale sostituzione della moneta « merce » con moneta « fiduciaria ». Questo processo è ormai compiuto nell'ambito dei confini nazionali; e, sia pure a lunga scadenza, può ritenersi che giungerà a compimento anche in campo internazionale.

Fino alla prima guerra mondiale, l'esistenza dei confini nazionali non modificava sensibilmente il meccanismo di aggiustamento cui ogni istituto emittente moneta fiduciaria era soggetto. Le tensioni del mercato si esercitavano su tutte le banche, ordinarie e di emissione, anche attraverso le frontiere, ed armonizzavano ex ante, piuttosto che correggere ex post, il ritmo dell'espansione monetaria, così come avviene oggi all'incirca tra banche all'interno di ogni sistema monetario.

Tale quadro fu modificato dagli interventi governativi e dai nazionalismi economici del periodo tra le due guerre mondiali; gli inconvenienti che ne derivarono hanno condotto oggi a ricercare una collaborazione internazionale che appare come l'unica alternativa attuale ad una impossibile restaurazione del sistema monetario internazionale dell'Ottocento.

La seconda parte del volume riguarda le soluzioni che si prospettano per il futuro. Il primo dei capitoli in cui essa è divisa (quarto capitolo del volume) tratta dei possibili futuri sviluppi del sistema monetario internazionale, quali possono essere previsti sulla base dell'esperienza trascorsa oltre che di una analisi teorica. Nel quinto capitolo sono invece riassunti i tre maggiori temi in discussione, cioè il corretto impiego delle riserve, il loro ammontare

e ritmo d'incremento, e infine la composizione delle riserve stesse. Nel sesto capitolo si trova una rassegna dei negoziati che ebbero inizio nel 1963 con la costituzione del cosiddetto « Gruppo dei Dieci ». Nel settimo si valutano i pro e i contra delle proposte finora presentate, cercando specialmente di individuare gli interessi convergenti dei paesi interessati alla trattativa, in modo da raccogliere gli elementi necessari per tracciare una soluzione che possa trovare un generale accordo. Infine, nell'ultimo capitolo sono riassunti i principali argomenti del volume.

Il Triffin presenta una sua interpretazione del « gold standard » ottocentesco, in opposizione a quella « dei libri di testo », come egli la chiama. Il sistema monetario internazionale del secolo scorso riuscì a garantire un meccanismo notevolmente efficiente di aggiustamento reciproco delle politiche nazionali, essenziale per mantenere la stabilità dei cambi e lo sviluppo dei commerci e della produzione. Ma il motivo di questo successo è imperfettamente esposto nelle trattazioni tradizionali. Esse riguardano specialmente i meccanismi astratti di equilibrio tra paese e paese, e non invece le forze che influenzavano il ritmo generale dell'espansione monetaria, cui i singoli paesi dovevano necessariamente adeguarsi. I « libri di testo » infatti insistono specialmente sui ben noti processi automatici di riequilibrio delle bilance dei pagamenti temporaneamente in deficit o in attivo, processi automatici i quali, inoltre, venivano rafforzati o addirittura anticipati dall'azione delle banche centrali, mediante l'impiego di strumenti quali la mano-

vra del saggio di sconto o gli interventi sul mercato aperto.

Sempre dai « libri di testo » si apprende che le regole del sistema monetario internazionale dell'Ottocento furono gravemente violate dopo la prima guerra mondiale, quando i paesi con bilancia attiva adottarono politiche di « neutralizzazione » dei loro saldi con l'estero, scaricando tutto il peso del riequilibrio sui paesi in deficit; questi ultimi, d'altro canto, si trovavano di fronte a resistenze sempre più forti contro le politiche di restrizioni creditizie e di contenimento salariale; in tal modo fu aperta la strada al controllo delle importazioni e dei cambi e al sistema dei cambi variabili.

Questa presentazione tradizionale della storia passata cela però — così il Triffin — notevoli lacune. In primo luogo le statistiche del commercio internazionale mostrano una molto maggiore frequenza di parallelismi nell'andamento delle importazioni o delle esportazioni dei vari paesi, rispetto ai casi di andamento contrastante. In secondo luogo, ugualmente marcato è il parallelismo nell'andamento dei prezzi. In terzo luogo, è raro osservare sensibili diminuzioni salariali, sì che si può ritenere che tale meccanismo di riequilibrio sia stato ritenuto altrettanto inaccettabile, nell'Ottocento, di quanto avviene ai giorni nostri. Parimenti, le politiche di « neutralizzazione » non sembrano affatto una novità introdotta nel primo dopoguerra.

Ma la più importante e circostanziata osservazione del Triffin riguarda l'eccessiva importanza attribuita, sempre nei « libri di testo », alla parte corrente della bilancia dei pagamenti ed alla corrispondente sottovalutazione del mo-

vimento di capitali, che rappresenta in realtà un fattore predominante nel determinare gli equilibri dinamici del sistema monetario internazionale.

I movimenti di capitale dell'Ottocento permisero la formazione e la persistenza di imponenti saldi attivi e passivi nella parte corrente delle bilance dei pagamenti di numerosi paesi, senza che si manifestasse alcun meccanismo spontaneo o alcuna iniziativa di politica monetaria e creditizia rivolti a correggere tali saldi. Gli investimenti esteri, quindi, contribuirono in maniera decisiva allo sviluppo economico e all'espansione dei mercati internazionali, coprendo per lunghi periodi di tempo gli inevitabili squilibri nella parte corrente di numerose bilance. Inoltre, i paesi attivi (e cioè i prestatori di capitale) riuscivano a correggere eventuali tendenze sfavorevoli nella parte corrente della bilancia dei pagamenti solo rallentando il deflusso di capitali; e ciò avveniva automaticamente, non appena le banche centrali ed anche le banche ordinarie cominciavano ad avvertire la pressione esercitata sulle loro riserve da tali sfavorevoli tendenze. Ben diversa era la situazione per i paesi debitori: essi, non potendo controllare l'impiego dei capitali di cui venivano a beneficiare, si trovarono molto più esposti a crisi nella bilancia dei pagamenti; ne è prova l'alta instabilità dei cambi registratasi per questi paesi anche nel corso dell'Ottocento.

In conclusione, il sistema monetario dello scorso secolo riuscì a garantire in maniera abbastanza soddisfacente la stabilità dei cambi e delle bilance dei pagamenti, ma solo per i paesi più importanti e più avanzati; i meccanismi di aggiustamento non dipendevano

tanto dalle tendenze al riequilibrio delle bilance che si fossero trovate in attivo o in passivo, ma dalle ripercussioni che le tensioni del mercato internazionale esercitavano sugli sviluppi del credito nei vari paesi. I saldi attivi o passivi tendevano meramente a espandere o a contrarre gli investimenti, in particolare gli investimenti esteri. Pertanto il meccanismo del sistema monetario internazionale era assai simile a quello che ancor oggi osserviamo sui vari mercati nazionali, dove le stesse forze impediscono che si verifichino saggi di espansione troppo divergenti tra i vari istituti di credito.

Vi è un'altra considerazione da fare: la stabilità del sistema non fu dovuta tanto al ruolo dell'oro, quanto all'influenza che ebbe l'alta efficienza raggiunta dal meccanismo creditizio internazionale. Infatti l'oro perse sempre più importanza a favore della moneta fiduciaria, tanto sul piano interno quanto su quello mondiale; e viceversa si può ricordare l'instabilità delle vicende monetarie dei secoli precedenti, quando effettivamente i metalli preziosi dominavano il mercato.

Si può osservare come la ricostruzione storica del Triffin sia in armonia con le sue proposte relative alla migliore sistemazione dell'attuale sistema monetario internazionale; lo stesso giudizio può darsi della sua interpretazione dell'instabilità monetaria nel periodo tra le due guerre. Si è già accennato come anche su questo argomento il Triffin sia in disaccordo con le teorie tradizionali. A suo giudizio, la crisi monetaria ebbe la sua prima origine nella sopravvalutazione della sterlina, dopo che la Gran Bretagna ritornò al regime di convertibilità: tale soprav-

lutazione derivava dalla precedente fuga di capitali dall'Europa verso il mercato di Londra. Ma il ritorno di questi capitali, favorito dalla ricostruzione dell'economia europea e dalle crescenti difficoltà delle esportazioni britanniche, in aggiunta allo spostamento di capitali verso Wall Street, indusse le autorità britanniche a spingere gli altri paesi verso l'adozione del «gold-exchange standard» e cioè a tenere ampie riserve in sterline, anziché richiederne la conversione in oro. In tal modo la moneta britannica veniva sostenuta dal credito degli altri paesi; ma l'evidente debolezza di questa posizione non poteva non portare alla crisi del 1931. Risultano chiare le analogie con la storia monetaria del secondo dopoguerra; in quest'ultimo caso è il dollaro a ricoprire il ruolo sostenuto in precedenza dalla sterlina (sia pure con importanti differenze); ed il Triffin sottolinea fortemente tali analogie, specie al fine di rendere evidente la precarietà dell'attuale sistema monetario.

Fortunatamente, la differenza più importante rispetto alle vicende tra le due guerre sta nell'ormai acquisita consapevolezza delle disastrose conseguenze che avrebbe una nuova crisi mondiale; e nel conseguente sviluppo della cooperazione monetaria internazionale che ne è derivata, la quale costituisce la base su cui in futuro potrà fondarsi un sistema efficiente e stabile, che ripeta i risultati ottenuti nel corso del secolo passato. In effetti è ben difficile ritenere possibile che funzioni ancora a lungo un meccanismo come il «gold-exchange standard».

All'inizio della seconda parte del volume il Triffin rileva come le gravi

insufficienze del sistema siano oggi, per la prima volta, denunciate non solo dagli economisti ma anche dalle cosiddette autorità monetarie. Chi potrebbe difendere, egli si domanda, un sistema in base al quale, ad esempio, nel corso del sessennio 1960-1965 oltre due terzi dell'incremento di riserve auree ha tratto origine dalle vendite sovietiche di oro all'Occidente? Si aggiunga il fatto che il deficit delle bilance dei pagamenti americana e britannica ha fornito i tre quarti dell'incremento delle riserve degli altri paesi. L'insegnamento che deriva dall'esperienza passata suggerisce invece che la via d'uscita sta nel continuo sviluppo del credito internazionale; tale sviluppo, inoltre, dovrebbe basarsi su decisioni collettive, in modo che il fabbisogno mondiale di riserve fosse soddisfatto in misura atta a garantire un'espansione economica senza inflazione e che tale evoluzione fosse governata nella stessa maniera in cui la banca centrale regola l'espansione del sistema economico nazionale. Né si può invocare la perdita di sovranità che queste proposte comportano per i vari paesi: ben maggiore è la perdita di sovranità obbiettiva che oggi deriva ai paesi creditori dal fatto di dipendere, per le loro riserve internazionali, dalle decisioni americane e britanniche in materia di bilancia dei pagamenti; nello stesso tempo questi due paesi sono sotto la minaccia continua della richiesta di conversione in oro dei saldi in dollari e sterline detenuti dagli altri paesi.

Naturalmente, i crediti internazionali non dovrebbero esser concessi automaticamente a qualsiasi paese che si trovasse in deficit, ma dovrebbero essere

impiegati per sostenere misure concertate di stabilizzazione monetaria contro tensioni di carattere temporaneo delle bilance dei pagamenti, particolarmente in occasione di movimenti di capitale a breve termine. Infine un'ordinata espansione delle riserve internazionali costituirebbe la base per una politica di ampio respiro nel settore dei finanziamenti a lungo termine ai paesi in via di sviluppo, attraverso l'investimento in titoli negoziabili di istituzioni internazionali come la BIRS.

Questi meccanismi permetterebbero di ricostituire i lineamenti salienti del sistema monetario dell'Ottocento, quando un forte afflusso di capitali permise di finanziare per lunghissimi periodi il deficit in conto corrente delle bilance dei paesi in via di sviluppo.

Tutto ciò, naturalmente, sarebbe enormemente facilitato, secondo l'opinione del Triffin, dalla creazione di una superbanca mondiale, che agisse sia da stanza di compensazione tra le varie banche centrali sia da fonte prima del credito internazionale. Il quarto capitolo del volume è pertanto dedicato ad una descrizione di quelle che dovrebbero essere le caratteristiche di funzionamento di tale banca mondiale.

Con il quinto capitolo l'A. entra nel merito dell'attuale dibattito sulla riforma del sistema monetario internazionale. Egli analizza in primo luogo i tre punti fondamentali del dibattito stesso, cioè i meccanismi di riequilibrio delle bilance dei pagamenti, i fabbisogni mondiali e la creazione di riserve e infine la composizione delle riserve stesse.

La storia delle trattative sulla riforma è esposta nel sesto capitolo del volume.

L'A. rileva come già nel primo rapporto del Gruppo dei Dieci (agosto 1964) e nell'*Annual Report* del Fondo Monetario Internazionale dello stesso anno vi fossero notevoli elementi di accordo: innanzitutto erano state scartate fin dall'inizio soluzioni quali la rivalutazione dell'oro, l'adozione di cambi flessibili, la proliferazione delle valute-riserva oltre al dollaro ed alla sterlina. Si riconosceva che occorreva creare un nuovo tipo di riserve, e che era necessario agire di concerto nella individuazione e nella valutazione dei vari tipi di finanziamento dei saldi attivi e passivi delle bilance dei pagamenti.

Tuttavia questo generico accordo nascondeva le gravi divergenze tra i paesi debitori a valuta-riserva (Stati Uniti e Regno Unito) e i maggiori creditori dell'Europa continentale, specie la Francia.

I paesi debitori ovviamente sostengono che le nuove forme di liquidità internazionale debbano aggiungersi a quelle esistenti, e non già sostituirle. Sarebbe assurdo, secondo loro, creare liquidità internazionale oltre ciò che è strettamente necessario, cioè fino a quando il dollaro e la sterlina riescono a soddisfare i fabbisogni via via emergenti.

I creditori obiettano che l'esistenza di monete nazionali come mezzi di riserva internazionale può determinare tensioni inflazionistiche o deflazionistiche su scala mondiale, per soddisfare gli interessi nazionali di due soli paesi. Inoltre, i francesi in particolare, si chiedono perché due soli paesi debbono godere del privilegio di possedere una moneta che costituisca un mezzo di

pagamento internazionale. Pertanto occorre che le nuove riserve sostituiscano, e non si limitino semplicemente a sostenere, quelle già esistenti.

Il Triffin ricorda le proposte di compromesso avanzate per ovviare a queste divergenze (e ad altre di minore portata), e gli irrigidimenti verificatisi, specie tra Francia e Stati Uniti, con la proposta francese di rivalutazione dell'oro che costituiva un attacco diretto al dollaro.

Ad un compromesso tuttavia si sta lentamente arrivando, e le recenti decisioni sui « diritti speciali di prelievo » lo dimostrano. In un « poscritto » relativo agli accordi di Rio de Janeiro, il Triffin sottolinea l'importanza storica della decisione riguardante la creazione di una forma di riserva internazionale basata sul mutuo accordo di più paesi. Purtroppo, egli rileva, lento è il cammino verso una soluzione razionale del problema, poiché ancora si ricerca piuttosto un compromesso politico. In particolare, con gli accordi di Rio è rimasta insoluta la questione del ruolo delle due vecchie forme di riserva, e cioè dell'oro da una parte e delle valute nazionali (dollaro e sterlina) dall'altra. Invece, come sottolinea l'A., un accordo soddisfacente non può non regolare il ruolo di tutte e tre le forme di riserva; più in generale, i compromessi attuali saranno positivi nella misura in cui costituiranno fruttuosi punti di partenza per più profonde riforme, nel senso indicato dall'evoluzione storica, piuttosto che tentativi di sistemazione, una volta per tutte, di un mercato finanziario internazionale in profonda crisi.

GIULIO PIETRANERA

*
**

PHILIPPE AYMARD, *Le banche e lo Stato*.

Presentazione del prof. Roberto Ruozi, Milano, 1968, pagg. LXXIX-316. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde. Collana internazionale di saggi monetari, creditizi e bancari, n. 12.

Il volume dello Aymard, a differenza di altre opere recenti della pubblicistica francese, quali quelle dello Chamas e del Vasseur, che la « Presentazione » di Roberto Ruozi sovente richiama, è di natura essenzialmente economica e tecnica e dedica agli aspetti giuridici del problema soltanto lo spazio necessario per meglio chiarire i problemi economici e tecnici o l'efflusso che su di questi hanno avuto i diversi provvedimenti delle pubbliche autorità.

L'opera non è di carattere generale. Deliberatamente l'A. ha limitato l'analisi alla sola Francia e pertanto fornisce la storia dei rapporti fra lo Stato e le banche in un paese che, sotto molti rispetti, è molto rappresentativo.

Il volume è diviso in tre parti, dedicate rispettivamente al credito, al risparmio e ai cambi. In ciascuna di esse l'A. analizza, sempre con riferimento alla Francia, le varie forme di intervento statale nel mercato del credito e le conseguenze che tale intervento ha prodotto nella gestione degli istituti di credito delle varie categorie.

Le conclusioni dello Aymard sono molto precise. Egli si chiede in primo luogo se l'attività bancaria rimanga ancora una professione commerciale, che si muova all'interno di una strut-

tura capitalistica e sia retta dalla legge del profitto, o se invece non si stia gradualmente trasformando in una « funzione bancaria » esercitata nell'interesse superiore della collettività, subordinata alle esigenze sempre maggiori e più precise della politica economica statale e nella quale lo spirito di servizio pubblico prevale sui fini del profitto individuale.

In secondo luogo, l'A. si chiede se, nell'intervento crescente dello Stato nel sistema bancario, non si possano riscontrare i segni premonitori di una nuova « filosofia della banca ». Pone infine un interrogativo, a chiusura del volume: « al termine dell'evoluzione in corso, bisognerà forse assimilare le banche a semplici prestatori di servizi rispondenti ai soli criteri di utilità nazionale e fungenti da "riserva di capitali" a disposizione permanente dei diversi dipartimenti ministeriali? Bisognerà quindi considerare che le banche esercitino una funzione sociale e che privati ed imprese pubbliche e private abbiano un vero e proprio "diritto al credito?" ».

G. P.

*
**

GIOVANNI CARAVALE, *Fluttuazioni e sviluppo nella dinamica di squilibrio di un sistema economico*, Istituto per la Contabilità Nazionale, Roma, 1969 [Ristampa dell'edizione 1967], pagg. 154.

Tra i principali problemi della moderna indagine economica si annoverano l'interpretazione e l'analisi del tipo di sviluppo storicamente osservato per le economie capitalistiche: sviluppo

che procede con oscillazioni cicliche intorno ad un « trend » di carattere ascensionale.

L'opera del Caravale ha lo scopo di fornire uno schema di base capace di spiegare contemporaneamente, e coerentemente, cicli e sviluppo come aspetti di una stessa realtà dinamica. Su questo carattere di comprensività dell'analisi l'A. insiste particolarmente, e a ciò si deve se il primo capitolo del volume è dedicato a una rassegna della nutrita letteratura in materia: rassegna nella quale viene sottolineata la sostanziale dicotomia di gran parte delle interpretazioni teoriche finora avanzate, e vengono successivamente discusse le linee delle principali analisi intese ad « integrare » la teoria del ciclo e quella dello sviluppo. In tale occasione l'A. ha modo di esprimere la sua adesione ai principi generali ispiratori dell'opera di Marco Fanno: « La teoria delle fluttuazioni economiche », anche se il contenuto della sua analisi presenta sostanziali divergenze.

Lo schema di lavoro adottato dal Caravale prende le mosse da una definizione delle condizioni di equilibrio dinamico, la quale costituisce la premessa di una spiegazione dei cicli basata sugli allontanamenti dalle condizioni ideali di sviluppo. In altri termini, viene posta una ipotesi di sviluppo continuo ed equilibrato, in base alla quale si verifica costantemente l'incontro globale e settoriale della domanda e dell'offerta di prodotti e di fattori di produzione; si verifica cioè, in una situazione di equilibrio dinamico, la piena occupazione della crescente manodopera e la piena utilizzazione della crescente capacità produttiva. Condizioni essenziali perché il sistema si

muova lungo la « linea di equilibrio dinamico » sono: a) la costanza del saggio di aumento complessivo della forza di lavoro e della produttività; b) l'equilibrio continuo fra composizione della produzione e composizione della domanda.

La mancata realizzazione delle condizioni suddette, quale si osserva normalmente in sede empirica, dà luogo alle oscillazioni, che si svolgono tra un limite superiore ed un limite inferiore. L'oggetto principale dello studio in esame è la dinamica di squilibrio del sistema economico.

Il limite superiore del movimento ciclico viene spiegato dall'A. sulla base di taluni « fattori di squilibrio » che si manifestano nel corso dell'espansione del sistema (alterazioni nel saggio di incremento della forza di lavoro e/o della produttività, e quindi possibile mancanza di armonia tra l'andamento del progresso tecnico e lo sviluppo della forza di lavoro; squilibri settoriali, cioè spostamenti tra la struttura della produzione e la struttura della domanda).

Particolare attenzione è rivolta al problema di individuare il limite, o punto di inversione, inferiore del ciclo. Il Caravale, non accogliendo le spiegazioni di tipo hicksiano, in base alle quali tale limite viene raggiunto quando gli investimenti lordi divengono pari a zero, propone una soluzione alternativa, per cui il punto di inversione inferiore del ciclo è determinato dal livello incompressibile dei consumi

complessivi e dalla presenza degli investimenti pubblici.

A suo avviso, tale interpretazione dei cicli apre la via a una spiegazione congiunta delle fluttuazioni e del movimento ascendente, perché può chiarire le ragioni della tendenza dei punti di inversione, superiore e inferiore, a verificarsi a livelli sempre più elevati di reddito e di occupazione. Infatti l'aumento « autonomo » della produttività e della forza di lavoro tendono a spostare verso l'alto il « tetto » della piena occupazione, in modo che i fattori di squilibrio tenderanno ad entrare in funzione a un livello di reddito più elevato rispetto alla fase espansiva del ciclo precedente. Inoltre il livello dei consumi dei dipendenti del settore pubblico aumenta nel tempo in misura pari al saggio di incremento della forza di lavoro e della produttività; e gli investimenti nello stesso settore si mantengono su livelli sempre positivi. Il limite minimo, al di sotto del quale il reddito globale non può scendere, tende perciò a spostarsi anch'esso verso l'alto. In conclusione, le stesse forze che spingono il sistema verso l'alto provocano, a contatto con la complessa realtà degli attuali sistemi economici, le oscillazioni cicliche.

L'ultima parte dell'interessante volume è dedicata ad una rigorosa presentazione formale del modello esplicativo delle fluttuazioni cicliche e del « trend » ascensionale e ai risultati dei calcoli numerosi eseguiti in base al modello stesso.

G. P.

Publicazioni ricevute

ASSOCIAZIONE DELL'INDUSTRIA MARMIFERA ITALIANA E DELLE INDUSTRIE AFFINI: *Relazione all'Assemblea generale del 26 settembre 1968*, Roma, 1968, pagg. 157.

BANCA D'ITALIA. Amministrazione Centrale. Servizio Tecnologico. Centro elettronico: *Symposium italo-sovietico su « l'impresa e la programmazione economica »*, Roma, 19-22 febbraio 1968, Roma, 1968, pagg. 359.

[Atti del Convegno svoltosi a Roma (19-22 febbraio 1968). Temi generali discussi: « Il contributo delle recenti tecniche di analisi e dei moderni strumenti di calcolo per l'accrescimento dell'efficienza funzionale dei sistemi economici »; « Il programma e le decisioni di impresa: collegamenti, coordinamento, adeguamenti nel tempo »; « Fonti interne ed esterne di finanziamento al livello delle imprese e dell'economia nel suo complesso ».

Introduzione di Guido Carli; relazioni presentate: Giuseppe Guarino (« Pubblico e privato nella organizzazione e nella disciplina delle imprese »); Paolo Sylos Labini (« Alcuni problemi riguardanti gli investimenti »); Alexandr V. Baciurin (« L'economia dell'URSS. Problemi del perfezionamento della gestione e della pianificazione »); Giuseppe Petrilli (« Problemi delle imprese a partecipazione statale »); Eugenio Cefis (« Le funzioni dell'azienda pubblica e l'esperienza dell'ENI »); Valentin V. Karibskii (« L'importanza delle moderne tecniche di calcolo per l'efficienza dell'attività direzionale nell'industria »); Pietro Sette (« I problemi delle aziende medie e l'esperienza dell'EFIM »); Giovanni Agnelli (« Le imprese e i problemi del loro finanziamento »); Leopoldo Pirelli (« La misura dell'efficienza delle imprese »); Giuseppe Lauro (« Il programma e le decisioni di impresa: collegamenti, coordinamenti e adeguamenti nel tempo »); Ivan I. Vasiliev (« Direzione ed organizzazione del lavoro in una ditta ottico-meccanica »); Stepan A. Sitarian (« Fonti interne ed esterne di finanziamento nell'URSS al livello di azienda e dell'economia nazionale nel suo complesso »); R. De Mattia (« Automazione e decentramento amministrativo nell'impresa bancaria »).

Le relazioni dei proff. Guarino e Sylos Labini puntualizzano aspetti giuridici ed economici riguardanti l'impresa e la programmazione economica dei due sistemi, sovietico ed italiano, offrendo così una intelaiatura concettuale ai successivi lavori del Convegno. Le altre relazioni sono di natura specifica e tecnica, svolte, da parte sia sovietica sia italiana, da esponenti dei rispettivi settori economici.]

CENTRO DI STUDI E DI RICERCHE ECONOMICO-SOCIALI DEL LAZIO: *La struttura dell'artigianato del Lazio*, Roma, 1968, pagg. xv-363. Associazione Regionale delle Camere di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura del Lazio.

CENTRO ITALIANO PER LO STUDIO DELLE RELAZIONI ECONOMICHE ESTERE E DEI MERCATI (CEME): *L'assicurazione nel trasporto marittimo delle merci (profili tecnici)*, Roma, 1968, pagg. 70.

CENTRO STUDI E PIANI ECONOMICI: *Un modello econometrico aggregato per il programma 1966-70*, Roma, 1968, pagg. 262. Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica. Collana di Studi e Ricerche, 1.

[La ricerca è stata svolta al fine di verificare la coerenza fra gli obiettivi e i vincoli propri del I Programma di sviluppo dell'economia nazionale: gli obiettivi vengono identificati nello sviluppo delle risorse in misura tale da consentire il pieno impiego delle forze di lavoro e nella riduzione degli squilibri che si manifestano nella ripartizione delle risorse a livello territoriale e settoriale; i vincoli sono riassunti nella sostanziale stabilità del livello generale dei prezzi e in un tendenziale equilibrio dei conti con l'estero.

Il modello predisposto, sebbene presenti una struttura alquanto complessa, giacché consta di 120 variabili endogene e di 120 equazioni, è di tipo aggregato, nel senso, cioè, che l'insieme delle relazioni non viene stabilito utilizzando una tavola di interdipendenze settoriali; di conseguenza esso vuole costituire solo una prima fase del laborioso « iter » attraverso il quale si perviene, per approssimazioni successive, alla formulazione di un organico piano di sviluppo.

Gli AA. avvertono come, a parte le limitazioni dovute al livello di aggregazione e alle ipotesi avanzate nella formulazione del modello stesso, i risultati ottenuti dalle applicazioni del modello econometrico debbono essere considerati provvisori in quanto il calcolo dei parametri e dei valori delle diverse variabili introdotte nel modello è stato effettuato utilizzando i dati della vecchia serie dei Conti economici territoriali fornita dall'Istituto Centrale di Statistica: « nonostante queste limitazioni, è sembrato opportuno pubblicare i risultati delle applicazioni del modello del Centro di Studi e Piani Economici perché le tendenze individuate attraverso la soluzione del modello applicato alla vecchia serie dei conti economici territoriali non dovrebbero differire significativamente rispetto alla soluzione che sarà effettuata utilizzando la nuova contabilità, anche se i livelli assoluti potranno presentare sensibili differenze ».]

CENTRO STUDI PER LO SVILUPPO DELL'INDUSTRIA CHIMICA: *I porti italiani e il movimento dei prodotti chimici*, Vallecchi, Firenze, 1968, pagg. 102. Quaderni del Centro studi per lo sviluppo dell'industria chimica, 2.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA. Servizio studi e rilevazioni: *La politica di programmazione nel Regno Unito*, Roma, 1968, pagg. 149. Collana di studi e documentazione, 19.

[Il volume presenta e discute l'esperienza di programmazione britannica sottolineandone gli aspetti più rilevanti, soprattutto quelli che costituiscono indice delle motivazioni di fondo che hanno portato ad adottare tale politica.

Tali aspetti vengono lumeggiati mediante l'analisi dei complessi problemi strutturali dell'economia britannica, delle alterne vicende congiunturali della stessa e degli atteggiamenti assunti sul tema della programmazione dai diversi gruppi sociali.

Con l'esame delle strutture istituzionali che hanno materialmente dato vita al programma, e della procedura e dei metodi seguiti per la sua preparazione, il volume delinea inoltre, per così dire, la « fisiologia » della programmazione britannica nelle sue fasi di sviluppo.

L'esame degli eventi che hanno condotto il Regno Unito alla crisi del 1967 (e di conseguenza all'accantonamento del programma) e delle vicende successive porta quindi a fare il punto sulla situazione attuale dell'economia britannica e sui suoi problemi di fondo; problemi oggi più che mai aperti e che necessitano di essere inquadrati « in una politica economica

globale, che riesca a vedere al di là dei pur importanti problemi congiunturali e che sia in grado di correggere le strutture del sistema britannico da quelle anomalie che sono in buona parte gravosa eredità del passato... ».]

CONFEDERAZIONE ITALIANA DEI SERVIZI PUBBLICI DEGLI ENTI LOCALI (C.I.S.P.E.L.): *Annuario 1969, VIII Edizione*, Roma, 1969, pagg. 386.

CONTI VITTORIO: *Aspetti teorici della valutazione dei benefici negli investimenti pubblici*, Milano, c. 174. CIRIEC, Centro italiano di ricerche e d'informazione sull'economia delle imprese pubbliche e di pubblico interesse. Collana di studi e monografie, n. 38.

[Studia in particolare il substrato teorico dei problemi di misurazione vera e propria degli effetti degli investimenti pubblici; partendo dalla classificazione tradizionale delle diverse categorie di benefici degli investimenti pubblici, l'A. cerca di individuare, mediante una comparazione con i costi, quali di queste categorie soddisfano un criterio di pura efficienza (in termini di aumento del reddito locale o nazionale), un criterio cioè discriminante: « questo è il problema fondamentale perché solo quando è risolto si può pensare alla formulazione di modelli di rilevazione soddisfacenti e realistici ».]

CREMONESE MASSIMO: *La piccola e media azienda industriale in Italia*, Etas/Kompass, Milano, 1968, pagg. 119.

DE VERGOTTINI MARIO: *Le statistiche finanziarie*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Torino, 1968, pagg. xxiii-764. Trattato di Scienza delle Finanze diretto da Ernesto D'Albergo, X.

[L'opera pone in evidenza i lineamenti fondamentali dello sviluppo delle entrate e delle spese dello Stato nel suo primo secolo di vita, e i suoi rapporti con la dinamica del reddito nazionale e con l'andamento delle fluttuazioni cicliche dell'economia del paese e del potere di acquisto della lira. Per ragioni di spazio, la trattazione esclude l'esame delle statistiche finanziarie di altri paesi e quello della finanza degli enti territoriali e degli enti previdenziali del nostro. Per permettere comunque qualche confronto, l'A. ha effettuato un esame comparato della pressione tributaria di un gruppo di paesi nell'epoca attuale (cfr. per un'estesa trattazione di questa materia il volume IX del Trattato: prof. Lello Gangemi: « Sistemi finanziari comparati »); ha considerato inoltre, per alcuni fenomeni, la finanza della Pubblica Amministrazione nel suo complesso, per porre in rilievo la crescente importanza acquistata dalla medesima nell'economia nazionale.

L'esame riguarda, in generale, il bilancio dello Stato; restano esclusi, quindi, gli enti e le società ai quali lo Stato partecipa con capitali più o meno rilevanti e per mezzo dei quali esso svolge un'attività di crescente importanza intesa al raggiungimento dei suoi fini sociali (per gli enti previdenziali si veda il volume VI del Trattato: prof. Raffaele D'Addario: « La sicurezza sociale e la finanza parastatale »).

La ricerca del prof. De Vergottini documenta alcuni fatti salienti: le rilevanti fluttuazioni cicliche di numerosi fenomeni finanziari, determinate, in parte notevole, dai due grandi cicli mondiali che, assieme alla grande crisi economica, dominano, con i loro effetti di lungo periodo, il primo cinquantennio del nostro secolo; e la grande importanza assunta nel medesimo dalla svalutazione della lira che, con la cosiddetta imposta invisibile di svalutazione, ha

fornito allo Stato il più importante cespite delle entrate, modificando notevolmente la struttura della nostra imposizione tributaria ed attenuando anche l'onere dei prestiti pubblici. La trattazione sottolinea pure come la finanza italiana, dopo essersi consolidata, nella prima parte del secolo, ha destinato crescenti ed ingenti capitali a dotare il paese di una attrezzatura di infrastrutture che ne ha favorito lo sviluppo economico.]

EVANGELISTI UGO: *I titoli di credito ed il protesto cambiario. Manuale teorico-pratico*, Nocchioli, Firenze, 1968, pagg. 207.

INTERNATIONAL MONETARY FUND: *Surveys of African economies*. Volume I: *Cameroon, Central African Republic, Chad, Congo (Brazzaville), and Gabon*, Washington, 1968, pagg. xxiv-365.

[Il Fondo Monetario Internazionale sta pubblicando una serie di rassegne sulle economie africane sia per il crescente interesse suscitato dalle trasformazioni che avvengono in Africa sia perché il materiale di natura economica sinora apparso non è molto vasto. Il volume costituisce il primo risultato di tali indagini e mira a fornire dati basilari economici e finanziari per cinque paesi (Camerun, Repubblica Centrafricana, Ciad, Congo e Gabon) e a descrivere le istituzioni che assicurano la cooperazione regionale.

La pubblicazione offre anche un quadro dell'assistenza tecnica organizzata a favore di detti paesi e sottolinea il loro crescente fabbisogno di finanziamenti a lungo termine.]

ISTITUTO MOBILIARE ITALIANO (I.M.I.). Servizio Studi: *L'industria tessile. Una indagine sui settori cotoniero e laniero in Italia*, Roma, 1968, pagg. 300.

ISTITUTO PER LA SCIENZA DELL'AMMINISTRAZIONE PUBBLICA: *La finanza degli enti locali nella dottrina contemporanea*, Giuffrè, Milano, 1968, pagg. 113. Quaderni I.S.A.P. Saggi, 5.

[Studi derivati dal rapporto redatto nel 1962 dai proff. Sergio Steve e Giancarlo Maz-zocchi, aggiornato nel testo e nella bibliografia.

Parte prima: Opere generali. Parte seconda: Tendenze generali della finanza locale: a) la posizione della finanza locale nel complesso della finanza pubblica; b) l'evoluzione dei rapporti tra finanza centrale e finanza locale: motivi generali di modificazione delle funzioni degli enti locali; c) l'evoluzione nel coordinamento finanziario tra governo centrale ed enti locali: generalità. Parte terza: Tendenze negli istituti della finanza locale: a) generalità; b) le entrate; c) le spese; d) il debito.]

MANSFIELD EDWIN, SCHERER FREDERIC M.: *Progresso tecnologico e dimensioni d'impresa*, F. Angeli, Milano, 1968, pagg. 188. Istituto per le ricerche di economia applicata (I.R.E.A.). Collana di studi, 1.

[Il volume inizia una nuova collana curata dall'Istituto per le ricerche di economia applicata.

Preceduto da un'introduzione del prof. Valerio Selan, in cui vengono analizzati i presupposti teorici ed empirici sui quali si fondano gli studi condotti in questo campo, il volume presenta i contributi più significativi di due noti studiosi americani: Edwin Mansfield, profes-

sore di economia nell'Università di Pennsylvania e Frederic M. Scherer, professore di economia nell'Università di Michigan. Sono stati raccolti, nell'ordine: a) le dichiarazioni rese da Scherer alla Sottocommissione Senatoriale americana sulla legislazione antitrust; b) due saggi di Mansfield, di carattere più propriamente statistico, sulle relazioni tra dimensione d'impresa, struttura del mercato e innovazione; c) uno studio di Scherer sulla destinazione delle risorse all'attività di ricerca e di sviluppo nelle imprese; d) un altro studio di Scherer appositamente scritto per questo volume sugli sviluppi più recenti del dibattito relativo ai rapporti tra progresso tecnico e dimensioni d'impresa; e) un'ampia bibliografia.]

MOMIGLIANO FRANCO: *Effetti degli incentivi diretti nelle convenienze all'insediamento delle industrie*, Roma, 1968, pagg. 154. Istituto Lombardo per gli Studi Economici e Sociali. Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica. Collana di studi e ricerche, 2.

MONASTRA FRANCESCO: *La teorica economico-aziendale secondo i massimi cultori italium e suo contributo determinante per la soluzione del problema produttivo dei sistemi di Stato e misto*, Abbaco s.r.l.-Editore, Palermo-Roma, 1968, pagg. 136. Università di Palermo. Facoltà di Economia e Commercio.

MURATORI SAVERIO: *Civiltà e territorio*, Roma, 1967, pagg. 561. Centro studi di storia urbanistica.

PASSARO MARCELLO: *L'attività di ricerca scientifica nella gestione delle imprese industriali*, F. Cacucci, Bari, 1968, pagg. 268. Università degli Studi di Bari. Istituto di tecnica bancaria, professionale, industriale, commerciale.

Saggi sull'economia della sicurezza sociale [di: Mario Abbate, Augusto Bargoni, Onorato Castellino, Roberto Crespi, Mario Deaglio, Gianni Giacone], Giapichelli, Torino, 1968, pagg. 218. Università di Torino. Facoltà di Economia e Commercio. Istituto di Economia Politica « G. Prato », XVII.

[Gli effetti redistributivi della sicurezza sociale sono stati studiati in molti paesi e con varie impostazioni metodologiche. La presente indagine si differenzia dalle ricerche straniere che l'hanno preceduta in primo luogo per la minore ampiezza del suo campo di applicazione, limitato alla sola assicurazione per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti, e in secondo luogo per la diversa metodologia seguita.

Di solito, infatti, gli studiosi stranieri, nell'intento di accertare l'esistenza e di misurare l'intensità dei flussi redistributivi, hanno paragonato contributi versati e prestazioni ricevute da singoli gruppi sociali in un medesimo periodo. Gli estensori di questa indagine collettiva (Mario Abbate, Augusto Bargoni, Onorato Castellino, Roberto Crespi, Mario Deaglio, Gianni Giacone) ritengono che siffatto procedimento non tenga nel debito conto le caratteristiche peculiari degli accennati tipi di assicurazione, i quali per loro natura comportano, nei confronti di ogni singolo assicurato, il prelevamento dei contributi in epoca anteriore a quella in cui vengono erogate le annualità di pensione.

Il problema è stato perciò affrontato sotto un diverso profilo. Si è definito un sistema di paragone il quale, rispettando l'equivalenza attuariale tra le prestazioni erogate a ciascun

individuo e i contributi dallo stesso in precedenza versati, non provoca alcuna redistribuzione di reddito, e lo si è confrontato con il sistema previdenziale italiano: agli scostamenti di questo da quello è stata attribuita la natura di trasferimenti unilaterali a favore o a carico degli assicurati o dei pensionati, ovvero ancora a carico dello Stato, e quindi della generalità dei cittadini in quanto soggetti passivi del prelievo tributario.

I dati si riferiscono, salvo eccezioni, al decennio 1957-1966, e pertanto non rispecchiano le conseguenze dei provvedimenti legislativi che hanno avuto applicazione successiva a tale intervallo: tra questi provvedimenti, sono da ricordare l'estensione dell'assicurazione ai commercianti, nonché l'aumento dei minimi e la riforma del sistema di computo delle pensioni approvati con legge 18 marzo 1968, n. 238.]

TAGLIACARNE GUGLIELMO: *Le differenze regionali dei redditi in Italia, Francia e Germania*, Roma, 1968, pagg. 39. Istituto per la Contabilità Nazionale. Quaderni di studi su temi di contabilità nazionale, n. 2.