

## Gli effetti della politica monetaria degli Stati Uniti sul mercato dell'eurodollaro (\*)

Le stretta monetaria in atto negli Stati Uniti dall'ultimo periodo del 1968 è stata senza dubbio, pur durata ed intensità, la più severa del dopoguerra. Non potendo aumentare i saggi d'interesse corrisposti sui depositi vincolati a causa del Regolamento Q della Riserva Federale, le grandi banche accusarono ingenti perdite di fondi e dovettero quindi ricorrere ad altre fonti, soprattutto l'eurodollaro, che non erano soggette né ai tassi massimi né alle riserve obbligatorie dei Regolamenti della Riserva Federale. Per limitare l'afflusso di fondi alle grandi banche, la Riserva Federale estese durante il 1969 l'applicazione del Regolamento Q a quasi tutte queste fonti; fece eccezione l'eurodollaro che, a differenza degli altri mercati sui quali si approvvigiona il sistema bancario americano, ha la caratteristica di essere internazionale, di fungere cioè da collegamento tra i mercati nazionali. Le ripercussioni della politica monetaria statunitense, portando ad un notevole rialzo dei tassi sull'eurodollaro, si fecero così sentire sugli altri paesi molto più di quanto sarebbe accaduto se il Regolamento Q non fosse esistito.

La prima sezione di questo scritto descrive i tratti salienti della politica monetaria seguita dalla Riserva Federale nel 1969; la seconda esamina le fonti diverse dai depositi utilizzate dalle grandi banche e le contromisure adottate dalla Riserva Federale; la terza sezione analizza le ripercussioni degli acquisti di eurodollari sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; la quarta sezione studia gli effetti sul mercato dell'eurodollaro delle misure monetarie restrittive adottate negli Stati Uniti e contiene un breve esame della proposta di Kindleberger per una politica monetaria mondiale e della proposta

(\*) L'autore desidera ringraziare Victor Argy, William H. White, Denis Kelleher e Riccardo Patti per i loro utili suggerimenti. Le opinioni espresse in questo scritto non sono necessariamente quelle del Fondo Monetario Internazionale.

di Bernstein per interventi coordinati delle autorità monetarie sui mercati dei cambi a termine; la quinta sezione suggerisce l'introduzione di riserve obbligatorie flessibili sugli acquisti di eurodollari allo scopo di assicurare ai vari paesi quella indipendenza monetaria che è stata seriamente intaccata nel corso del 1969.

### I

Le misure fiscali restrittive che il Presidente Johnson aveva richiesto fin dall'estate del 1967 furono approvate dal Congresso solo nel giugno 1968. In attesa dell'introduzione di queste misure, la Riserva Federale aveva iniziato, nella prima metà del 1968, una manovra restrittiva del credito: l'aumento delle riserve obbligatorie, operazioni di mercato aperto, e vari incrementi del tasso di sconto servirono a rallentare l'espansione delle riserve delle banche commerciali e ad aumentare i rendimenti delle cambiali del Tesoro. Con l'approvazione da parte del Congresso delle misure fiscali, fu deciso di attenuare la stretta monetaria, che nelle nuove circostanze appariva eccessiva.

Verso la fine del 1968 la Riserva Federale si rese conto che le misure fiscali non avevano sortito l'effetto restrittivo sperato o che, in ogni modo, altri fattori impreveduti, quali le aspettative inflazionistiche, avevano avuto un'influenza maggiore. In novembre la politica fu orientata quindi nuovamente in senso restrittivo: le vendite di mercato aperto furono riprese e il saggio di sconto fu portato al 5,50%.

I saggi d'interesse nel mercato monetario superarono verso metà dicembre i livelli massimi consentiti per i depositi vincolati dal Regolamento Q della Riserva Federale. Le banche, e specialmente quelle dei grossi centri finanziari come New York e Chicago dove i depositi sono più sensibili ai saggi d'interesse, incominciarono a perdere ingenti quantità di « Certificates of Deposit ». Le autorità monetarie, nell'intento di ridurre il credito, e particolarmente il credito industriale, in cui sono specializzate le grandi banche, limitarono l'aumento dei depositi vincolati lasciando invariato il limite del 6,25% per i « Certificates of Deposit » di taglio superiore ai \$100.000. In poco più di un anno, da metà dicembre 1968 alla fine del 1969, il volume dei « Certificates of Deposit » presso le grandi banche commerciali si ridusse da \$24,3 miliardi a \$10,9 miliardi; quasi la metà di tale diminuzione fu dovuta alle perdite delle banche di New York.

Si potrebbe arguire che i limiti imposti dal Regolamento Q ai tassi d'interesse per i depositi vincolati spingono i fondi a defluire verso gli intermediari non bancari e rendono quindi le misure restrittive della Riserva Federale meno efficaci, in quanto fondi altrimenti inattivi vengono utilizzati in prestiti diretti alle industrie. Vigendo tuttavia riserve obbligatorie diverse per i depositi a vista e per quelli a termine, una diminuzione dei depositi vincolati congiunta ad un aumento corrispondente dei depositi a vista conduce a riserve obbligatorie maggiori per il sistema bancario statunitense (1); in ultima analisi, gli effetti del Regolamento Q potrebbero quindi essere, a seconda dei casi, restrittivi o espansivi (2). L'effetto interno del Regolamento Q è quello di concentrare inizialmente gli effetti delle misure monetarie restrittive nelle grandi banche, effetti che solo in un secondo momento si trasmettono al resto del sistema bancario.

L'accennato processo di « disintermediazione », congiunto con le operazioni di mercato aperto della Riserva Federale, portò ad una considerevole diminuzione della liquidità del sistema bancario. Le riserve libere vennero ridotte da una media di \$450 milioni nel dicembre 1968 a una media mensile di \$230 milioni nel 1969 (3), e i risconti concessi dalla Riserva Federale ammontarono nel corso del 1969 in media ad oltre un miliardo di dollari, il livello più alto dal 1959 in poi.

I risconti giovarono al sistema bancario, visto nel suo complesso, piuttosto che alle banche dei grandi centri finanziari. Queste, nel primo trimestre del 1969, preferirono liquidare forti importi di cambiali del Tesoro, oltre che disfarsi, in misura minore, di obbligazioni aventi scadenze meno prossime; inoltre, ottennero notevoli crediti a brevissimo termine dalle banche minori per il tramite del mercato dei « federal funds » (il mercato delle « riserve libere » delle banche).

Nel secondo trimestre, la Riserva Federale portò il tasso di sconto al 6% e aumentò le riserve obbligatorie che le banche devono

(1) Cfr. J. JORDAN, *Relations Among Monetary Aggregates*, in « Federal Reserve Bank of St. Louis Review », marzo 1969, pp. 8-9.

(2) Come si dirà, l'effetto di « disintermediazione » del Regolamento Q fu parzialmente ridotto dall'ingente raccolta di fondi cui non si applicavano le riserve obbligatorie imposte dal Regolamento D.

(3) Nel luglio 1969 le riserve « libere » erano soltanto \$116 milioni, il livello più basso degli ultimi quarant'anni.

mantenere a fronte dei depositi. Le grandi banche dovettero fronteggiare da un lato l'ulteriore aumento dei saggi d'interesse sul mercato monetario e nuove forti perdite di « Certificates of Deposit », dall'altro l'incremento considerevole della domanda di prestiti bancari. Ridotte le cambiali del Tesoro al livello più basso degli ultimi anni, le grandi banche presero a prestito « federal funds » a saggi dell'ordine del 10% e eurodollari all'11-12%, vendettero quote dei loro prestiti e in giugno aumentarono il « prime rate » — il saggio d'interesse sui prestiti alle massime imprese — per la quinta volta in sette mesi, portandolo, sotto la crescente pressione della domanda di credito, ad un livello record dell'8,5%.

Nel terzo trimestre la domanda di prestiti si attenuò, ma le banche minori incominciarono a sentire la pressione della politica monetaria restrittiva e ridussero fortemente le cessioni di « federal funds ». Le grandi banche vendettero titoli a lungo termine, subendo forti perdite, aumentarono gli acquisti di eurodollari di un altro miliardo e, soprattutto, incrementarono le vendite di effetti commerciali (4).

Nel quarto trimestre le banche minori vendettero ingenti quantità di cambiali del Tesoro, i cui tassi raggiunsero i livelli più elevati dai tempi della Guerra Civile; le grandi banche vendettero altre obbligazioni a lungo termine, mentre riducevano le vendite di effetti commerciali e le passività in eurodollari.

A causa del Regolamento Q, le banche commerciali, a differenza degli altri intermediari finanziari, non possono attirare fondi aumentando i tassi d'interesse sui depositi. D'altra parte, durante i periodi inflazionistici i saggi sugli effetti commerciali venduti dalle grandi industrie anticipano gli aumenti del « prime rate », e questo spinge coloro che hanno bisogno di fondi a rivolgersi alle banche piuttosto che al mercato finanziario (5). Le banche americane cercarono di fronteggiare queste varie pressioni praticando il cosiddetto « liability management »: passarono cioè da un ruolo passivo ad un ruolo

(4) Per effetto commerciale s'intende una promessa di pagamento venduta sul mercato con uno sconto in tagli compresi tra \$25.000 e \$5.000.000 e con scadenze varie da uno a nove mesi. Cfr. L. B. GOULD, *Banks and the Paper Commercial Market*, in « Financial Analysts Journal », novembre-dicembre 1969, pp. 25-28.

(5) Il rapporto tra prestiti e depositi bancari raggiunse nell'aprile del 1969 il 95% e rimase superiore al 90% per tutto l'anno; nel corso della stretta monetaria del 1966 il valore massimo di tale rapporto era stato dell'85%.

attivo nella ricerca dei fondi con cui finanziare le attività (6), ricorrendo, fra l'altro, in misura di ampiezza insolita ai mercati dei « federal funds », degli effetti commerciali e dell'eurodollaro.

## II

Quando le banche, per provvedersi di fondi, cedono prestiti, mutui ipotecari e obbligazioni municipali, assumono normalmente impegni di riacquisto ad un prezzo maggiore ad una data prestabilita (7). Tali vendite ad altre banche e a proprie filiali estere, che erano spesso avvenute nel passato, nella prima parte del 1969 aumentarono considerevolmente e furono anche estese a clienti ordinari; i fondi così ottenuti sfuggivano ai regolamenti della Riserva Federale concernenti i tassi massimi e le riserve obbligatorie.

Il volume delle transazioni nel mercato dei « federal funds » aumentò rapidamente nel corso del 1969. Nella prima metà del 1968 la media giornaliera delle transazioni lorde in « federal funds » era stata di circa \$5 miliardi; nel corso del 1969 superò i \$9 miliardi, contribuendo così a una distribuzione più efficiente delle risorse bancarie. Le banche per la prima volta resero disponibile tale mercato anche ai loro clienti ordinari; i fondi così raccolti non erano soggetti a riserve obbligatorie e rappresentavano inoltre una violazione indiretta del divieto di concedere interessi sui depositi a vista.

Per limitare l'aumento di riserve proveniente da queste nuove fonti, la Riserva Federale propose nel giugno 1969, e rese effettiva in agosto, una revisione dei Regolamenti D e Q che proibiva al settore non bancario l'accesso al mercato dei « federal funds » e che stabiliva che i tassi massimi e le riserve obbligatorie vigenti per i depositi vincolati si applicassero anche ai fondi che le banche ottenevano da organismi non bancari contro cessione di prestiti, mutui ipotecari e titoli municipali (8).

(6) Cfr. F. H. KLOPSTOCK, *Euro-dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks*, in «Federal Reserve Bank of New York Monthly Review», luglio 1968, p. 130.

(7) I clienti della banca non vengono di solito informati quando la banca vende una partecipazione al portafoglio « prestiti ».

(8) Per una analisi delle cessioni di partecipazioni al portafoglio « prestiti » e dell'uso del mercato dei « federal funds », cfr. A. BRIMMER, *Financial Innovation and Monetary Management in the United States*, pp. 17-21, conferenza tenuta a Londra all'Association of American Banks il 9 luglio 1969. Cfr. anche G. MITCHELL, *A New Look at Monetary Policy Instruments*, pp. 6-10, conferenza tenuta alla Conference of University Professors, Milwaukee, 10 settembre 1969.

Indubbiamente, però, il mercato dell'eurodollaro costituì la fonte maggiore di risorse per molte banche statunitensi. Per chiarire la relazione esistente tra le operazioni nel mercato dell'eurodollaro e la base monetaria degli Stati Uniti può essere utile ricorrere ad un esempio. Supponiamo che una banca francese (FB) trasferisca un dollaro da una banca di New York (NYB<sub>1</sub>) ad una filiale londinese

TAVOLA I (\*)

attività e passività	con				Netto
	NYB <sub>1</sub>	FB	LB	NYB <sub>2</sub>	
NYB <sub>1</sub>					
attività . . . . .		-1	0		-1
passività . . . . .					
FB					
attività . . . . .	-1		+1		0
passività . . . . .					
LB					
attività . . . . .	0	+1		+1	+1
passività . . . . .					+1
NYB <sub>2</sub>					
attività . . . . .			+1		+1
passività . . . . .					

(\*) Una casella vuota significa che non sono avvenute transazioni; uno zero significa che sono avvenute operazioni che si neutralizzano.

(LB) di una banca americana che accetta depositi per inoltrarli alla propria sede centrale (NYB<sub>2</sub>); queste transazioni vengono consolidate in un unico bilancio nella tavola I. Da questa tavola si può rilevare che le filiali estere delle banche americane possono, acquistando eurodollari e trasferendoli alle loro sedi centrali, migliorare la loro liquidità e la loro base creditizia. Ciò che avviene in realtà è che alcune banche degli Stati Uniti aumentano i loro depositi a spese di altre banche americane; si verifica, in altre parole, una redistribu-

zione dei depositi all'interno del sistema bancario americano tramite il mercato dell'eurodollaro (9).

Un breve sguardo all'uso che le sedi centrali hanno fatto del mercato dell'eurodollaro è istruttivo. Il grafico 1 mostra come fino al maggio 1966 tale mercato costituisse una fonte di risorse trascurabile; in seguito, invece, esso diventò una fonte notevole, che in momenti difficili riuscì a fornire somme elevate. Ai primi di dicembre del 1969 i prestiti di eurodollari al sistema bancario statunitense rappresentavano circa il 40% dell'intero mercato contro il 16%, 15% e 24% dei tre anni precedenti. Tale percentuale cresce se si considerano le vendite di quote dei portafogli « prestiti » e « titoli » che le banche americane hanno fatto alle proprie filiali estere durante il 1969.

Le passività verso le filiali estere sono classificate sotto la voce « Other Liabilities ». Esse non erano soggette né a riserve obbligatorie né al pagamento dei premi della « Federal Deposit Insurance Corporation ». La sede centrale poteva quindi aumentare la propria liquidità con il semplice trasferimento presso di essa di fondi da parte delle sue filiali estere anche se tali fondi erano originariamente in suo possesso. L'acquisizione di eurodollari riduceva le riserve obbligatorie in un altro modo. I trasferimenti di depositi da una filiale estera alla sede centrale aumentavano il volume degli « items in the process of collection » che, nel calcolo delle riserve obbligatorie, veniva dedotto dai depositi a vista lordi della sede centrale. L'aumento delle riserve libere così ottenuto sarebbe stato naturalmente eliminato al momento del rimborso del prestito; le sedi centrali rinnovavano perciò continuamente i prestiti « overnight » rimborsando le loro filiali londinesi con assegni « bills payable » che non erano inclusi nei depositi soggetti a riserve obbligatorie (10).

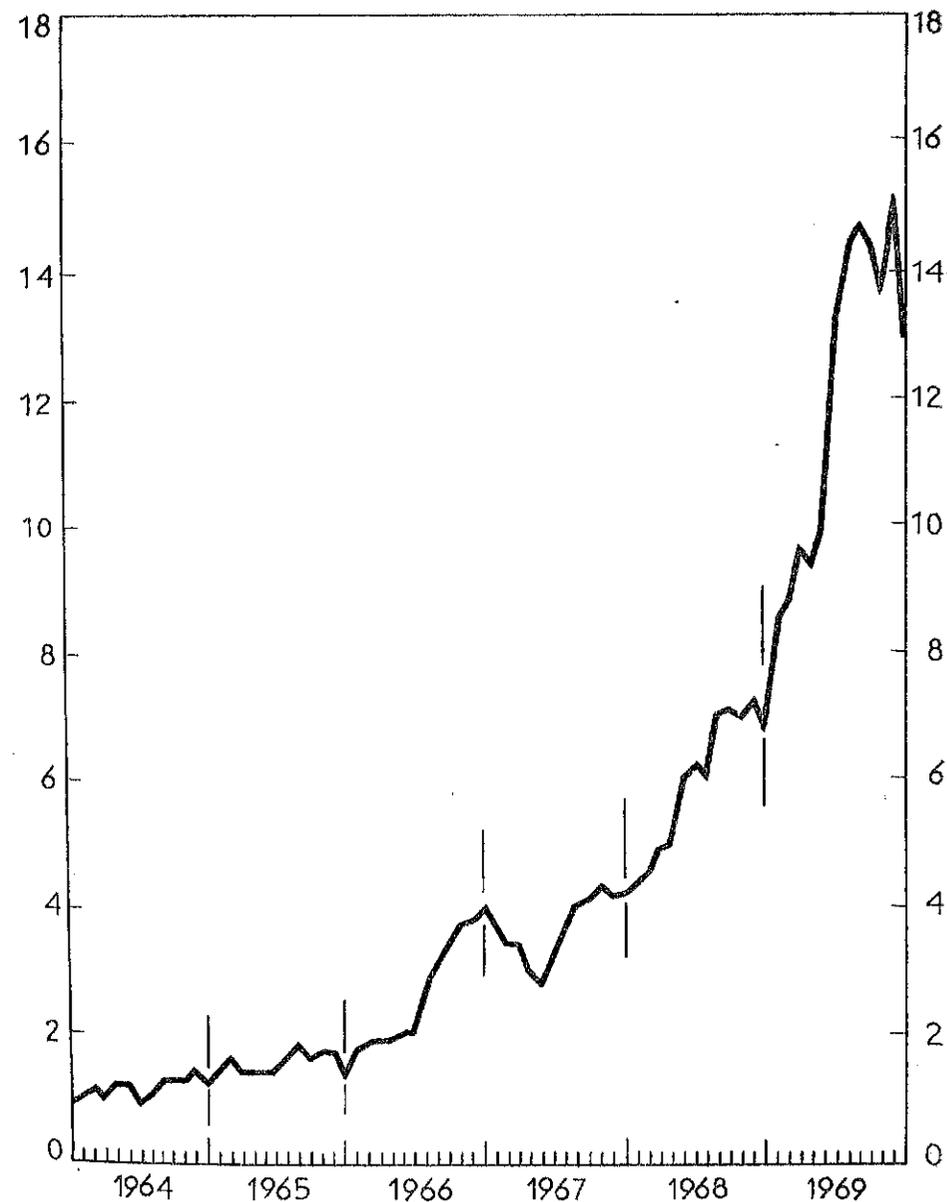
Finora non abbiamo tenuto conto degli interventi delle banche centrali sul mercato delle valute estere. Un aumento della domanda

(9) Conclusioni analoghe furono formulate dal « Morgan Guaranty Survey » nell'articolo *CD's, Euro-dollars and Monetary Policy*, pp. 4-9, febbraio 1969 e da W.E. GIBSON, *Euro-dollars and U.S. Monetary Policy*, conferenza tenuta ai Meetings of the Econometric Society, 30 dicembre 1969.

(10) Tali transazioni ebbero altresì l'effetto di ridurre artificialmente l'aumento della circolazione monetaria poiché i « bills payable checks » non erano inclusi nei depositi a vista lordi. Quando il 14 agosto la Riserva Federale incluse tali assegni nel calcolo della circolazione monetaria, il saggio annuale d'aumento dello stock monetario salì al 4%, mentre con la precedente serie era stato dal 2,4%. Per un esame dell'uso che banche americane hanno fatto dei « bills payable checks », cfr. F. KLOPSTOCK, *op. cit.*, pp. 132-134.

PASSIVITA' DELLE BANCHE COMMERCIALI AMERICANE  
VERSO LE LORO FILIALI ESTERE

(Ultimo mercoledì del mese) - (In miliardi di dollari)



Fonte: « Federal Reserve Bulletin ».

nel mercato dell'eurodollaro può portare a tassi maggiori per l'eurodollaro e incoraggiare flussi considerevoli di fondi dagli altri mercati monetari; le banche commerciali del resto del mondo potrebbero cioè ottenere profitti maggiori trasferendo i loro investimenti a breve termine al mercato dell'eurodollaro. Una banca centrale può soddisfare l'aumento della domanda nei seguenti modi: 1) riducendo i propri depositi nelle banche commerciali degli Stati Uniti, 2) vendendo obbligazioni del Tesoro americano, 3) riducendo i propri depositi nelle banche della Riserva Federale, 4) vendendo oro agli Stati Uniti, 5) attivando la linea di credito con la Riserva Federale.

Nel primo caso, la Banca di Francia, per esempio, trasferirebbe \$1.000 dal proprio conto con una banca americana ad una francese; ciò comporterebbe una redistribuzione delle passività a breve termine dal sistema bancario americano a favore di quello francese, ma non ad un aumento delle passività del sistema. Nel secondo e più probabile caso, se la Banca di Francia vendesse \$1.000 di obbligazioni del Tesoro americano e trasferisse il ricavato ad una banca francese, il sistema bancario statunitense registrerebbe un aumento di \$1.000 nelle sue passività estere ed una pari diminuzione delle sue passività interne.

È soltanto negli altri tre casi che la base monetaria degli Stati Uniti potrebbe essere ampliata. I depositi ufficiali nelle banche della Riserva Federale ammontano però a solo circa \$200 milioni e tendono a variare entro limiti piuttosto ristretti (11); inoltre, è da tener presente che negli ultimi anni gli Stati Uniti hanno generalmente esportato oro; infine, i prelievi sulle linee di credito che le banche centrali dei paesi industrializzati hanno con la Riserva Federale vengono di solito rimborsati entro tre mesi (12).

L'ordine di grandezza del possibile aumento della base monetaria degli Stati Uniti è dunque trascurabile (13); inoltre, dato che

(11) Alla fine degli anni 1960, 1967, 1968 e 1969, tali depositi ammontavano rispettivamente a \$250 milioni, \$150 milioni, \$225 milioni e \$145 milioni.

(12) Dal 1967 ad oggi, tuttavia, la Banca d'Inghilterra è rimasta fortemente in debito con la Riserva Federale.

(13) Ciò è stato spesso fonte di confusione nella letteratura; il prof. KINDLEBERGER, per esempio, ha recentemente sostenuto che il mercato dell'eurodollaro « has come to frustrate, in a degree, the operation of an independent monetary policy in the United States... As reserves were needed in the United States, they were acquired from abroad », in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », marzo 1969, p. 13. Cfr. anche Sir ROY HARROD, *The Euro-dollar Market and the Balance of Payments*, « Euromoney », ottobre 1969, p. 16.

le suddette transazioni avvengono sui libri della Riserva Federale, questa ne è subito a conoscenza e può quindi prontamente effettuare operazioni di mercato aperto.

Si potrebbe osservare in generale che non ha molta importanza se qualche banca è in grado di aumentare le proprie riserve libere, dato che la base monetaria è sotto il controllo della Riserva Federale. Il Governatore Brimmer ha peraltro rilevato che, se un numero limitato di banche può mantenere intatta la propria capacità di concedere prestiti durante una stretta monetaria, la Riserva Federale dovrebbe esercitare un grado di pressione maggiore per ottenere un dato livello di restrizione e che una parte sproporzionata di tale pressione verrebbe così a cadere sulle banche minori che non hanno accesso al mercato dell'eurodollaro (14). Va tenuto presente tuttavia che le grandi banche sono quelle sulle quali il peso di una politica monetaria restrittiva ricade con maggior forza, come è provato dalle loro forti perdite di depositi vincolati. L'effetto delle strette monetarie su banche di diversa grandezza ha mostrato caratteristiche simili nelle quattro fasi tra il 1966 e il 1969 in cui le grandi banche hanno subito perdite di « Certificates of Deposit ». Durante tali periodi, le passività in eurodollari sono in genere ammontate fino a un terzo delle risorse totali delle 14 banche maggiori, rappresentando il 95% di tutti gli eurodollari acquistati dal sistema bancario americano, mentre nei periodi di espansione monetaria gli eurodollari hanno costituito soltanto il 10% delle passività. La percentuale dei crediti delle 14 banche maggiori sui crediti bancari totali è rimasta invece praticamente invariata in ciascuno dei suddetti periodi; solo la composizione dei prestiti delle grandi banche si è considerevolmente modificata a causa del forte aumento dei crediti alle industrie (15).

All'inizio del 1969, le passività delle 14 banche verso le filiali estere erano \$6,5 miliardi; alla fine di maggio erano \$10 miliardi e un mese dopo \$13,3 miliardi. Per limitare l'aumento delle riserve libere delle grandi banche, la Riserva Federale propose in maggio e rese effettiva alla fine di luglio una revisione del Regolamento D, in forza della quale le banche devono includere tra i depositi sog-

(14) Cfr. A. BRIMMER, *Euro-dollar Flows and the Efficiency of U.S. Monetary Policy*, conferenza tenuta alla Conference on Wall Street and the Economy in 1969, New School for Social Research, New York, 8 marzo 1969.

(15) Cfr. J. S. LITTLE, *The Euro-dollar Market: Its Nature and Impact*, in « New England Economic Review », maggio-giugno 1969, pp. 28-30.

getti a riserve obbligatorie qualsiasi « cash item in the process of collection » che derivi da transazioni con le filiali estere (16). Inoltre, in seguito al notevole aumento degli acquisti di eurodollari da parte del sistema bancario statunitense, la Riserva Federale propose in giugno e rese effettiva in agosto una serie di modificazioni dei Regolamenti D e M relative: 1) alle passività delle sedi centrali verso le filiali estere, 2) ai prestiti delle filiali estere a clienti commerciali residenti negli Stati Uniti, 3) all'acquisto da parte delle banche americane di eurodollari da altre banche estere.

La Riserva Federale impose riserve obbligatorie pari al 10% delle eccedenze delle passività verso le filiali estere e delle vendite di partecipazioni ai loro portafogli rispetto alla media del maggio 1969. I prestiti delle filiali a residenti negli Stati Uniti e gli acquisti di eurodollari da altre banche estere vennero parimenti sottoposti a riserve obbligatorie del 10%. Nei mesi seguenti i prestiti complessivi di eurodollari alle 14 grandi banche furono in media \$14,3 miliardi, cioè il loro saggio di sviluppo si ridusse fortemente.

Con le nuove norme, un deposito vincolato di, diciamo, \$1.000, che viene trasferito da una filiale estera (che prima lo aveva prestato alla propria sede centrale) alla sede centrale, riduce di \$100 le riserve obbligatorie che questa deve tenere a fronte dei prestiti in eurodollari e aumenta di \$60 le riserve obbligatorie a fronte dei depositi vincolati. Tale risparmio di riserve consente alla sede centrale di aumentare di 0,40% il tasso d'interesse sui depositi vincolati ufficiali presso di essa (17). Nel trimestre dal 1° agosto al 1° novembre 1969 ciò provocò un aumento di oltre \$1,3 miliardi dei depositi vincolati ufficiali presso le banche americane (18). Contemporaneamente le passività verso il mercato dell'eurodollaro segnarono una certa riduzione. Peraltro, i saggi d'interesse sul mercato dell'eurodollaro rimasero quasi inalterati perché i suddetti trasferimenti comportano una riduzione non solo della domanda di eurodollari ma anche dell'offerta (19).

(16) Secondo il Governatore MITCHELL, *op. cit.*, p. 10, i prestiti « overnight » in eurodollari ammontavano a \$500 milioni.

(17) Il Regolamento Q non viene applicato ai depositi vincolati delle autorità monetarie estere dall'ottobre del 1962.

(18) Cfr. A. BRIMMER, *Euro-dollars and the U.S. Balance of Payments*, « Euromoney », dicembre 1969, p. 20.

(19) Come si dirà nella prossima sezione, tali trasferimenti contribuiscono al peggioramento della bilancia dei pagamenti secondo il metodo degli « official settlements », mentre non hanno alcun effetto secondo il metodo della « liquidity basis ».

La quarta fonte di disponibilità diverse dai depositi fu per le banche il mercato degli effetti commerciali. Gli effetti emessi direttamente dalle banche sono considerati equivalenti ad un deposito ai fini dell'applicazione dei Regolamenti D e Q. Molte banche usarono quindi le loro affiliate o formarono delle holding uni-bancarie le cui emissioni non erano soggette ai suddetti regolamenti. Queste filiazioni generalmente vendono le loro cambiali o per il tramite di un agente o collocandole direttamente presso gli investitori istituzionali (20). I fondi così raccolti dalla holding vengono incanalati verso la banca mediante acquisti di attività finanziarie, di solito mediante partecipazioni ai prestiti della banca madre.

Tra la fine di luglio e la fine d'ottobre del 1969, il numero delle banche che offrivano indirettamente effetti commerciali aumentò del 50% e la consistenza degli effetti raddoppiò a \$3,6 miliardi. Il 29 ottobre la Riserva Federale estese quindi l'applicazione del Regolamento Q ai fondi che le filiazioni delle banche si procuravano, vendendo effetti commerciali e propose una estensione analoga alle vendite effettuate dalle holdings bancarie. Questa estensione fu però ripetutamente rinviata e infine la proposta fu lasciata cadere. Il 21 gennaio 1970 la Riserva Federale dispose che — con effetto dal 26 febbraio — le holdings delle banche dovessero mantenere riserve obbligatorie pari al 10% a fronte delle loro vendite di effetti commerciali.

Il mercato dell'eurodollaro venne così a costituire una delle poche fonti a cui le grandi banche potevano ricorrere senza essere soggette all'applicazione del Regolamento Q. Prima di esaminare le conseguenze di tale sviluppo conviene analizzare gli effetti del mercato dell'eurodollaro sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

### III

La stretta monetaria americana del 1969 si ripercosse sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, specialmente sul conto capitale a causa dei forti indebitamenti in eurodollari (21). La ta-

(20) I saggi d'interesse sono generalmente superiori dello 0,125% a quelli offerti dalle maggiori industrie in quanto gli effetti commerciali venduti dalle banche non sono ancora ben conosciuti.

(21) Per comprendere questi sviluppi sarà utile rifarsi brevemente ai due indici attualmente usati per misurare gli squilibri nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Il saldo calcolato secondo la « liquidity basis » è la somma netta delle variazioni delle riserve ufficiali

vola 1, usata nella precedente sezione per mostrare le relazioni tra il mercato dell'eurodollaro e il sistema bancario statunitense, può servire a illustrare le relazioni tra questo mercato e la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Bisogna tener presente che il Ministero del Commercio degli Stati Uniti definisce le filiali estere delle banche americane come non residenti, come equivalenti cioè ad una banca italiana o tedesca. Il bilancio consolidato della tavola 1 mostra perciò che al credito della Francia nei confronti degli Stati Uniti si sostituisce un credito della stessa Francia verso il Regno Unito, che a sua volta ha un credito verso gli Stati Uniti e una uguale passività verso la Francia. Il deflusso di capitale americano verso la Francia, diretto nel Regno Unito, è quindi controbilanciato da un identico afflusso dal Regno Unito; tali transazioni non hanno così alcun effetto sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti comunque calcolata (22).

Il mercato dell'eurodollaro viene alimentato anche dalle vendite, da parte di privati non residenti, di titoli statunitensi; tali transazioni peggiorano il saldo secondo il metodo della « liquidity basis ». Nel corso del 1969 vi furono transazioni di questo genere; ma ben più importante fu il fatto che i non residenti, a causa della tendenza al ribasso della Borsa americana, acquistarono soltanto \$1,3 miliardi di titoli americani (metà degli acquisti del 1968).

Una terza fonte per alimentare il mercato dell'eurodollaro è costituita dai depositi presso le banche americane di settori non bancari del resto del mondo. Il trasferimento di questi depositi a banche estere non ha alcun effetto sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Una quarta fonte di disponibilità per il mercato dell'eurodollaro sono gli averi interni dei residenti negli Stati Uniti. Essi negli anni « sessanta », contribuirono notevolmente al deterioramento del conto capitale degli Stati Uniti — ed allo sviluppo del mercato dell'eurodollaro. È molto probabile che una percentuale notevole della voce « errori ed omissioni » della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti,

(oro, valute convertibili e posizione Fondo Monetario Internazionale) e delle passività a breve verso l'estero del settore pubblico e delle banche commerciali. Il saldo secondo il metodo degli « official settlements » è calcolato, invece, escludendo le passività a breve verso i privati non residenti negli Stati Uniti.

(22) Tuttavia, quando una banca estera concede un prestito ad un'azienda americana, il saldo della bilancia dei pagamenti secondo la « liquidity basis » migliora, in quanto tale metodo distingue tra le passività estere del settore bancario e del settore industriale.

che in questi ultimi anni è stata di segno negativo, sia da attribuirsi a deflussi di fondi in cerca di più elevati saggi d'interesse e di minori oneri fiscali. Tuttavia, nella misura in cui tali fondi vengono girati dalle filiali estere alle proprie sedi centrali — fenomeno assai rilevante nel 1969 —, il peggioramento della bilancia dei pagamenti americana secondo il metodo della « liquidity basis » è privo di significato economico, riflettendo soltanto un flusso circolare di fondi.

Se la domanda di dollari nel mercato valutario non è soddisfatta dal settore privato, le autorità monetarie devono intervenire riducendo i loro depositi presso le banche commerciali americane o, più probabilmente, liquidando parte delle cambiali del Tesoro americano di loro proprietà. Il primo caso comporta una redistribuzione delle passività a breve termine del sistema bancario americano a favore delle banche commerciali estere, non un aumento delle passività estere delle banche americane. Nel secondo caso il sistema bancario americano registra un aumento delle proprie passività verso privati non residenti pari alla riduzione delle passività ufficiali. In termini un po' diversi, nel totale delle passività americane verso l'estero aumenta, in entrambi i casi, la quota riguardante i privati del resto del mondo. La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti migliora secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali », resta invariata secondo il metodo della « liquidità »; si può quindi verificare un'espansione del mercato dell'eurodollaro senza che vi sia afflusso di capitale negli Stati Uniti (23) (24).

Il nostro esame si è finora fermato sulle variazioni delle passività del sistema bancario americano dovute a operazioni nel mercato dell'eurodollaro. Ma quando la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è in disavanzo, vi è *ab initio* un aumento delle passività a breve verso l'estero. Se i corrispondenti dollari vengono in possesso di autorità monetarie estere, queste possono usarli per acquistare emissioni del Tesoro americano, o depositarli in banche americane, o convertirli in oro, o depositarli nel mercato dell'eurodollaro. Se invece quei dollari non fossero ceduti alle banche centrali in cambio di altre valute, essi verrebbero investiti dai privati negli Stati Uniti

(23) Una possibile, sebbene improbabile, eccezione si verificherebbe qualora le autorità monetarie del resto del mondo convertissero oro in dollari.

(24) Cfr. R. CHRISTIE, *Euro-dollars and the U.S. Balance of Payments*, « The Banker », gennaio 1967 e A. BRIMMER: *The Euro-dollar Market and the U.S. Balance of Payments*, conferenza tenuta alla London School of Economics il 17 novembre 1969; *Euro-dollars and the U.S. Balance of Payments*, « Euromoney », dicembre 1969.

o nel mercato dell'eurodollaro. In virtù della speciale funzione del dollaro come moneta di riserva e a causa dello sviluppo del mercato dell'eurodollaro, negli ultimi anni gli Stati Uniti hanno potuto finanziare gran parte del disavanzo della bilancia dei pagamenti aumentando le proprie passività verso l'estero. È inoltre generalmente ammesso che, mancando il mercato dell'eurodollaro, un ammontare maggiore di dollari sarebbe affluito alle autorità monetarie del resto del mondo, che così avrebbero potuto acquistare quantità maggiori d'oro dagli Stati Uniti. Il fatto che la circolazione monetaria degli Stati Uniti non risponda automaticamente a variazioni nella bilancia dei pagamenti è dunque essenzialmente dovuto alla funzione di moneta di riserva del dollaro e non all'esistenza del mercato dell'eurodollaro; ancor meno è dovuto al ricorso degli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro, che, si è detto nella sezione precedente, ha scarsi effetti sulla base monetaria degli Stati Uniti.

Gli sviluppi più recenti possono essere così riassunti. Nel corso del 1968 le passività delle banche statunitensi verso le filiali estere (il grosso del ricorso al mercato dell'eurodollaro) aumentarono di \$2,7 miliardi. Le autorità monetarie del resto del mondo fecero fronte alla domanda delle loro banche commerciali soprattutto riducendo i crediti a breve termine verso gli Stati Uniti; le passività a breve degli Stati Uniti verso organi ufficiali diminuirono così di \$3,1 miliardi (25). Queste transazioni — provocando mutamenti nella composizione delle passività degli Stati Uniti verso il resto del mondo — portarono ad avanzi sia secondo il metodo della « liquidità » sia secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali »: \$100 milioni e \$1,6 miliardi rispettivamente.

Nei primi due trimestri del 1969 l'indebitamento in eurodollari (\$7,8 miliardi) ha superato l'aumento delle passività a breve termine verso l'estero (\$5,4 miliardi); i crediti esteri « ufficiali » verso gli Stati Uniti sono diminuiti di circa \$2,6 miliardi, cosicché la bilancia dei pagamenti ha presentato un surplus secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali ». Nel terzo trimestre, invece, gli acquisti di eurodollari sono ammontati a soli \$1,1 miliardi mentre le passività a breve verso l'estero sono cresciute di \$3,6 miliardi: si è registrato

(25) Il considerevole disavanzo del 1968 secondo il metodo della « liquidità » fu anche ridotto dalle vendite di titoli a medio termine (\$2,3 miliardi) alle autorità monetarie estere; queste transazioni non hanno naturalmente alcun effetto sul saldo secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali ». È da tener presente che tali titoli sono quasi sempre riscattabili con breve preavviso.

quindi un disavanzo di circa \$1 miliardo secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali ». Nel quarto trimestre il considerevole afflusso di fondi negli Stati Uniti e la forte diminuzione delle passività delle banche americane verso le proprie filiali — movimenti dovuti entrambi al consueto « window dressing » di fine anno — hanno provocato un avanzo di \$1 miliardo secondo il metodo della « liquidità » e di \$1,3 miliardi secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali ».

Complessivamente, si è avuto nel 1969 un disavanzo di circa \$7 miliardi secondo il metodo della « liquidità » e un avanzo di circa \$2,7 miliardi secondo il metodo dei « regolamenti ufficiali ».

#### IV

È noto che i controlli selettivi, come il Regolamento Q, finiscono con il causare distorsioni nei singoli mercati, quali per esempio il mercato dei « federal funds » e quello dell'eurodollaro. Quest'ultimo, rispetto a tutte le altre fonti a cui sono ricorse le banche americane, possiede la caratteristica di essere strettamente connesso ai vari mercati nazionali e di essere dotato di eccezionale elasticità rispetto al saggio d'interesse. L'acquisto di eurodollari da parte di banche americane esercita quindi effetti non solo sulla politica monetaria e sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, ma ha anche numerose implicazioni per la politica monetaria e delle riserve del resto del mondo.

Il mero peso economico degli Stati Uniti comporterebbe normalmente che alle variazioni dei saggi d'interesse negli Stati Uniti corrispondesse una variazione simile dei saggi negli altri paesi, lasciando così invariata la differenza. Tuttavia, a partire dal giugno 1966 — quando il mercato dell'eurodollaro cominciò ad essere largamente usato dalle grandi banche americane — la differenza tra i saggi americani e quelli sull'eurodollaro aumentò considerevolmente ogni qualvolta i saggi sui mercati monetari americani superarono i tassi massimi imposti dal Regolamento Q. Quando ciò si verificava all'aumento dei saggi d'interesse negli Stati Uniti corrispondeva un aumento più che proporzionale dei saggi sugli eurodollari. Inoltre, negli anni « sessanta », con l'enorme sviluppo del mercato dell'eurodollaro, l'esistenza di un anello di congiunzione tra i mercati monetari del mondo ha fatto sì che i tassi d'interesse nei vari paesi

abbiano avuto la tendenza ad allinearsi sui livelli dei tassi prevalenti nel mercato dell'eurodollaro. Politiche monetarie restrittive negli Stati Uniti tendono quindi, a causa delle vigenti disposizioni della Riserva Federale, ad aumentare il divario tra i tassi degli Stati Uniti e quelli dell'eurodollaro; influenzati da quest'ultimo, i tassi degli altri paesi tendono a raggiungere un livello intermedio tra i saggi sull'eurodollaro e quelli vigenti negli Stati Uniti.

Nel settembre 1969 la Riserva Federale, mossa da considerazioni sia nazionali che internazionali, ha imposto alle banche di mantenere riserve obbligatorie pari al 10% degli eurodollari acquistati successivamente al 28 maggio 1969; ciò ha aumentato il costo degli eurodollari, ma non ha impedito alle banche di ricorrere al mercato dell'eurodollaro. Durante il mese di ottobre i saggi sugli eurodollari sono diminuiti al 9%, mentre le vendite di effetti commerciali da parte di società collegate con banche sono aumentate in misura rilevante. Successivamente, quando il 29 ottobre è stata annunciata una proposta della Riserva Federale mirante ad estendere il Regolamento Q a tali vendite, i saggi sul mercato dell'eurodollaro sono tornati ad aumentare e all'inizio di dicembre erano di nuovo oltre il 12%.

In seguito alle misure prese dalla Riserva Federale sono rimaste soltanto due fonti su cui non si applicano i tassi del Regolamento Q: il mercato degli effetti commerciali e quello dell'eurodollaro. Indubbiamente ciò tende ad inasprire le pressioni sul mercato dell'eurodollaro, che d'ora in poi dovrà sostenere il peso maggiore delle iniziative delle grandi banche americane tendenti a regolare la loro liquidità.

Mentre l'acquisto di eurodollari da parte di banche americane non porta in sostanza alcuna variazione nella base monetaria degli Stati Uniti, negli altri paesi tali acquisti possono ridurre, talvolta in maniera considerevole, la base monetaria; e ciò può anche comportare una perdita notevole di riserve ufficiali. L'aumento dei saggi d'interesse sugli eurodollari — giunti a un massimo di oltre 13% nel giugno 1969 e rimasti sopra il 10% per la maggior parte dell'anno — ha dato l'avvio a una serie di aumenti difensivi del saggio di sconto da parte delle autorità monetarie dei vari paesi, alcune delle quali, vedendo diminuire le proprie riserve, hanno inoltre richiesto alle banche commerciali di rimpatriare una parte dei loro crediti sull'estero. I tentativi precedenti di isolare le economie nazionali da stimoli esterni si sono così dimostrati inefficaci, e nel corso del 1969 la maggior parte dei paesi sviluppati è stata costretta ad

adottare politiche monetarie più restrittive di quanto fosse consigliabile sulla base di considerazioni puramente « nazionali ». L'effetto esterno fondamentale del Regolamento Q è stato quindi di ridurre di molto lo spazio delle politiche monetarie nazionali e di metterne in pericolo la stessa sopravvivenza.

Tale sviluppo appare desiderabile al professor Kindleberger, secondo il quale le autorità monetarie, invece di condurre politiche nazionali indipendenti per quanto riguarda i saggi d'interesse, dovrebbero tendere verso « a single monetary policy which affects all countries, joined together by means of a single international short-term capital market, the Euro-dollar market » (26).

L'analisi della validità dal punto di vista economico di tale proposta va oltre gli scopi di questo scritto; si può solo osservare che eventuali iniziative in questa direzione verrebbero inevitabilmente a cozzare contro il desiderio dei paesi più importanti di conservare la loro sovranità monetaria ed avrebbero quindi scarse probabilità di successo. L'attuazione di una politica monetaria mondiale sembra quindi ancora lontana nel tempo e su di essa non si dovrebbero appuntare eccessive speranze.

Un'altra proposta, forse più realistica, originariamente formulata dal Keynes circa quarant'anni fa, riguarda gli interventi ufficiali sul mercato dei cambi a termine. Com'è noto, vi può essere una stretta connessione tra i saggi d'interesse nazionali soltanto se i cambi a termine delle valute rimangono agli stessi livelli di quelli a pronti. Bernstein ha perciò recentemente suggerito che « Central banks could cooperate in establishing a pattern of forward rates that reflected an appropriate relationship between interest rates in their countries and in the Euro-dollar market » (27).

Questo piano, portando le banche centrali ad essere costantemente presenti nel mercato dei cambi a termine, metterebbe inevitabilmente le banche di fronte alla difficile decisione di continuare o meno gli interventi a sostegno dei cambi a termine allorché vi sia la possibilità che la parità della loro valuta venga modificata. Se non lo facessero, potrebbero facilmente tramutare una possibilità in una realtà. Qualora invece le banche continuassero ad intervenire

(26) Cfr. KINDLEBERGER, *op. cit.*, p. 4.

(27) Cfr. E. M. BERNSTEIN, *The Euro-dollar Market and National Credit Policy*, in « Quarterly Review and Investment Survey », Model, Roland and Co., Secondo Trimestre, 1969, p. 14.

e ciò nonostante fossero costrette a svalutare, potrebbero incorrere in forti perdite simili a quelle sostenute dalla Banca d'Inghilterra nel novembre 1967, che furono dell'ordine di \$600 milioni (28). D'altra parte, neppure nell'ambito della Comunità Economica Europea, nonostante l'elevato grado d'integrazione raggiunta, si è progredito granché verso questa ambiziosa meta, sebbene i singoli paesi siano sporadicamente intervenuti per influenzare i movimenti dei fondi a breve termine (29).

## V

L'eliminazione del Regolamento Q o una sua modificazione al fine di aumentare i tassi massimi che le banche possono corrispondere sui depositi allevierebbe la pressione che le banche statunitensi esercitano sul mercato dell'eurodollaro. Tuttavia, se la valvola di sicurezza del mercato dell'eurodollaro fosse ancora aperta, un aumento dei massimali del Regolamento Q potrebbe avere effetti interni indesiderati, poiché permetterebbe alle grandi banche, in momenti di forte domanda di prestiti, di aumentare la loro percentuale dei prestiti totali concessi dal sistema bancario. Conseguentemente, la Riserva Federale potrebbe aumentare i tassi del Regolamento Q, come in effetti ha fatto il 21 gennaio 1970 portando al 7,50% il tasso sui « Certificates of Deposit » di taglio superiore a \$100.000, soltanto qualora vi siano segni evidenti che la fase di surriscaldamento dell'economia volge al termine.

Si potrebbe invece ridurre la sensibilità dei tassi sull'eurodollaro alle fluttuazioni dei saggi d'interesse negli Stati Uniti con l'adozione, da parte delle autorità monetarie dei paesi che partecipano al mercato dell'eurodollaro, di riserve obbligatorie variabili sugli acquisti d'eurodollari (30). La Riserva Federale, aumentando tali riserve obbliga-

(28) Un'altra obiezione è che lo sconto del dollaro a termine ha un effetto sul conto corrente della bilancia dei pagamenti simile a quello prodotto da una diminuzione del dollaro a pronti e che ciò potrebbe non essere bene accetto agli altri paesi. Tuttavia, dato che l'ordine di grandezza di tale sconto sarebbe generalmente inferiore al 3-4% all'anno, i suoi effetti sul conto corrente sarebbero minimi.

(29) Vi sono anzi indizi che le autorità monetarie dei paesi partecipanti alle riunioni mensili della Banca dei Regolamenti Internazionali non sempre desiderano indicare il volume delle loro operazioni nel mercato dei cambi a termine.

(30) Se, per esempio, il tasso d'interesse sui prestiti in eurodollari è del 10% all'anno, riserve obbligatorie sugli acquisti di eurodollari pari al 50% porterebbero il tasso effettivo (sui prestiti ottenuti) al 20% l'anno.

torie nello stesso tempo in cui la politica monetaria viene resa più restrittiva, potrebbe raggiungere due scopi contemporaneamente. Dal punto di vista interno, le grandi banche considererebbero proibitivamente costoso approvvigionarsi sul mercato dell'eurodollaro per alleviare gli effetti del processo di « disintermediazione » che occorre nei periodi di stretta monetaria; dal punto di vista internazionale, si potrebbero evitare lo sconvolgimento dei mercati monetari e di quelli dei cambi e le impennate dei tassi d'interesse che si sono avute sul mercato dell'eurodollaro nel 1969; un certo grado di indipendenza monetaria nazionale verrebbe così ripristinato. Quando la stretta monetaria americana si attenuasse, le riserve obbligatorie sugli acquisti di eurodollari dovrebbero invece essere ridotte, fino a diventare negative (31) se la bilancia degli Stati Uniti fosse in forte « basic deficit ». Gli altri paesi potrebbero collaborare aumentando contemporaneamente le riserve obbligatorie sugli acquisti di eurodollari delle loro banche commerciali. Tali misure ridurrebbero considerevolmente la possibilità per il resto del mondo di massicci afflussi di fondi.

L'effetto fondamentale del sistema proposto sarebbe quello di evitare massicce variazioni nella quota che, sul totale dei prestiti di eurodollari, viene assorbita dal sistema bancario statunitense. In questo modo si tenderebbe a migliorare il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti secondo il metodo della « liquidità » e a peggiorarlo secondo il metodo delle « transazioni ufficiali »; se la bilancia dei pagamenti americana fosse in forte « basic deficit », un sistema generalizzato di riserve obbligatorie variabili sugli acquisti di eurodollari porrebbe inevitabilmente le autorità monetarie del resto del mondo di fronte alla scelta tra un aumento maggiore delle riserve accompagnato da una riduzione della loro sovranità monetaria e un aumento minore delle riserve compensato da un maggior grado di indipendenza monetaria.

VITTORIO BARATTIERI

(31) Per esempio, le riserve obbligatorie che una banca mantiene presso le Banche della Riserva Federale verrebbero ridotte qualora i suoi acquisti di eurodollari superassero certi limiti; tale sovvenzione sarebbe l'equivalente di una « Negative Interest Equalization Tax » (imposta negativa di perequazione degli interessi).

## Note Bibliografiche

ROBERT L. HEILBRONER, *The Wordly Philosophers. The Great Economic Thinkers*, London, Allen Lane The Penguin Press, 1969, pagg. 320.

Questa storia del pensiero economico dell'americano Heilbroner è probabilmente la più diffusa che si conosca: giunta alla terza edizione (la prima è del 1953), è stata tradotta in quattordici lingue. La sua caratteristica principale, che probabilmente ne spiega in gran parte il successo, è il fatto che cerca di individuare, attraverso l'analisi del pensiero dei grandi economisti, quale sia la direzione verso la quale evolvono il sistema capitalistico e l'economia di mercato. Ciò spiega altresì la struttura dell'opera, nella quale domina l'esame dell'opera di sei economisti: Smith, Ricardo, Malthus, Marx, Veblen e Keynes. Ma una particolare attenzione è dedicata anche ad autori oggi piuttosto trascurati, quali i socialisti utopisti ed i rappresentanti di quel che l'A., riprendendo una frase di Keynes, chiama il « mondo sotterraneo » (underworld) dell'economia (Henry George, John Hobson). Viceversa, non si parla quasi affatto della scuola marginalistica o di quella dell'equilibrio economico generale: i nomi di economisti come Böhm-Bawerk, Wicksell, Pareto non

sono citati neanche una volta. Né si parla delle dottrine anteriori a quelle di Adam Smith.

Con quest'ultimo, in effetti, si apre il volume. L'introduzione ed il secondo capitolo (la rivoluzione economica) vogliono dar risposta alla domanda: come mai fino alla pubblicazione della *Ricchezza delle Nazioni* nessun grande economista ha dominato la scena, nessun « filosofo mondano » degno di questa qualifica è apparso?

La spiegazione sta nel fatto che fino a quell'epoca l'attività economica, cioè, sostanzialmente, il lavoro degli uomini, si svolgeva o nel quadro di consolidate tradizioni, per le quali, come spesso avviene ancor oggi nel mondo non industrializzato, il tipo di lavoro che ogni individuo doveva svolgere era già fissato fin dalla nascita; ovvero nel quadro di una società autoritaria, diretta dall'alto, dove anche le attività economiche erano regolate dal comando dei detentori del potere. Solo quando, attraverso un lunghissimo e penoso processo storico, emergono dalla società tradizionalista l'economia capitalistica ed il mercato, gli economisti debbono spiegare come funzioni e dove conduca questo terzo « modo » di svolgere l'attività economica; attraverso il quale, per l'ap-

punto, in maniera non chiara ed evidente come in passato, i fini materiali della società sono raggiunti non come effetto di una guida o di un comando, ma come la risultante di un gioco apparentemente caotico nel quale ognuno cerca esclusivamente il suo interesse personale.

La nascita del mercato, non come fatto isolato, come fiera medioevale, ma come un meccanismo che regola l'intera attività economica della collettività, è la più grande rivoluzione della storia, dal punto di vista di chi voglia spiegare le origini della società moderna. Il compito di interpretare questa rivoluzione tocca al primo dei grandi economisti, ad Adam Smith.

Nell'esaminare l'opera dei maggiori economisti, l'A. non si limita all'analisi del loro pensiero, ma ne delinea la vita e la personalità; e rivolge una attenzione speciale al momento storico nel quale essi operano, in quanto, volendo giudicare della validità del loro insegnamento, gli è necessario conoscere quanta parte dell'analisi derivi dall'osservazione di una particolare fase storica e sia destinata ad essere smentita da successivi avvenimenti. Dell'opera dell'economista considerato l'A. coglie in genere solo il nucleo essenziale ai suoi fini, che espone in genere con chiarezza ammirabile; e, al di là degli aspetti puramente teorici, fa rilevare anche il più generale senso politico e morale delle opere stesse.

Nel caso di Smith, egli osserva in primo luogo che la *Ricchezza delle Nazioni* non è solo un'opera economica, ma un quadro gigantesco della vita del popolo inglese alla fine del

Settecento, dove sono vividamente descritti i primi capitalisti e i proprietari terrieri, le manifatture nascenti, le fabbriche, il commercio con l'estero. Quanto agli aspetti più propriamente teorici, due sono secondo l'A. i fondamentali problemi smithiani: l'interpretazione del mercato e la dinamica del sistema economico. Il mercato è visto come un meccanismo mosso dagli interessi individuali in conflitto, ma indirizzato dalla forza della concorrenza a fini di utilità collettiva. Anche i fenomeni evolutivi sono governati da due forze in un certo modo concorrenti: la prima è l'accumulazione di capitale, che consente di ampliare continuamente la sfera di azione del mercato, la seconda è l'aumento di popolazione, che frena l'aumento dei salari generato dall'accumulazione. Ciò che è singolare è l'automaticità con la quale le due forze interagiscono: perché è proprio l'aumento dei salari che genera il suo correttivo, l'aumento di popolazione. Nota l'A. come tale teoria, a quell'epoca, fosse tutt'altro che astratta: la mortalità infantile e giovanile era talmente alta che bastava un lieve miglioramento del tenore di vita a ridurla e quindi ad accrescere rapidamente l'offerta di lavoro. In tal modo l'accumulazione di capitale poteva procedere ad un ritmo continuo.

In genere, l'A. sembra voler riconoscere una grande capacità interpretativa alle teorie smithiane, sia pur limitatamente alla loro epoca storica. Pochi decenni dopo, come egli rileva, l'ottimismo di Smith viene rovesciato dalla teoria dinamica ricardiana. Heilbroner, a questo proposito, esamina

congiuntamente lo svolgersi e delle teorie demografiche di Malthus e di quelle economiche di Ricardo; ne rivela altresì l'origine immediata nei fatti salienti della vita economica e sociale dell'Inghilterra del tempo. La persistente miseria delle classi lavoratrici inglesi fa da sfondo alla visione malthusiana; e, sebbene l'A. riconosca che la minaccia della sovrappopolazione si è allontanata dal mondo occidentale, nondimeno egli ritiene che, per molta parte dell'umanità, le intuizioni di Malthus siano, fondamentalmente, ancor valide. Altro fenomeno impressionante era quello dell'alto, e crescente, prezzo dei cereali. Dall'epoca di Smith, nella quale l'Inghilterra era esportatrice di grano, si era passati ad una situazione opposta nel 1813 allorché un «bushel» di frumento rappresentava un valore doppio del salario settimanale di un operaio.

La visione pessimistica di Ricardo, nella quale lo sviluppo capitalistico si trova «strozzato» tra crescenti salari e crescenti rendite, si esprime in un libro profondamente diverso da quello di Smith anche nell'esposizione: non più una grande pittura della società, ma un dramma con pochi, schematici personaggi. Nell'opinione dell'A., l'importanza di Malthus e Ricardo sta proprio nel rovesciamento di prospettiva operato rispetto all'ottimistica visione smithiana, per cui l'inevitabilità di un destino di miseria e di stasi apre la via ai riformatori sociali.

Il capitolo successivo è infatti dedicato alla visione dei socialisti utopisti: Owen, Fourier, Saint-Simon. Ad essi l'A. accomuna John Stuart Mill, del quale egli sottolinea soprattutto l'affermazione

che la distribuzione della ricchezza, a differenza di quanto avviene nel campo della produzione dominato da leggi «naturali», può essere governata dalla volontà dell'uomo.

Ma lo sbocco più significativo della visione ricardiana è rappresentato dal sistema marxiano, analizzato nel sesto capitolo del volume. A differenza del socialismo utopistico o del «socialismo» alla Stuart Mill, il marxismo non «propone» soluzioni per correggere gli inconvenienti del sistema capitalistico: ne prevede invece la sicura rovina. Anche il sistema marxiano è interpretato «storicamente» dall'A.: il plusvalore e lo sfruttamento non sono soltanto il frutto di un'analisi teorica, ma fatti osservabili nella realtà dell'epoca. Da ciò la debolezza di certe deterministiche previsioni. Così, se la previsione finale del crollo del capitalismo non si è verificata, ciò è dovuto al fatto che il capitalismo studiato da Marx o è scomparso o si è profondamente modificato; e si è modificato proprio per far fronte alle più gravi conseguenze delle tendenze previste.

Il settimo capitolo del volume è dedicato, molto brevemente, agli economisti «vittoriani» (come li chiama l'A.: Marshall, Edgeworth, ecc.) e ai due ricordati rappresentanti del «mondo sotterraneo»: Henry George e John Hobson.

Un intero capitolo illustra invece la vita e l'opera di Thorstein Veblen. Prima di analizzare i due volumi principali dell'economista americano, la *Theory of the leisure class* e la *Theory of business enterprise*, l'A. rievoca, nelle vicende del capita-

lismo americano dell'epoca, gli aspetti crudamente illuminati dal Veblen. Tuttavia, malgrado la spietatezza dell'analisi, Heilbroner rileva come la teoria della classe agiata contenga il nocciolo di una teoria della stabilità sociale: perché, a differenza di quanto avviene nel sistema marxiano, i lavoratori, secondo Veblen, non vogliono rovesciare i loro padroni, ma imitarli. L'elemento rivoluzionario nel sistema capitalistico non è visto quindi nella classe lavoratrice, ma, secondo quanto è illustrato nella *Theory of business enterprise*, nella crescente rilevanza delle macchine nel processo produttivo: la natura meccanica e razionale di tale processo tende a espellere dalla sua direzione una classe, quella capitalistica, i cui moventi ben poco hanno a che vedere con la razionalità della produzione meccanizzata. Come per Marx, il giudizio dell'A. su Veblen giunge alla constatazione che, seppure le intuizioni e l'analisi di questo economista hanno accresciuto le possibilità di interpretazione del sistema capitalistico, nondimeno esse hanno trascurato l'ipotesi della flessibilità e della capacità di modificarsi del sistema stesso.

Nel nono capitolo, dedicato al Keynes, più che negli altri l'elemento biografico è largamente presente e brillantemente esposto; e tuttavia anche in questo caso l'essenza del pensiero keynesiano e il suo significato fondamentale vengono esaminati con acume. Il *Trattato sulla moneta* è l'opera nella quale, secondo l'A., viene illustrata l'importanza strategica dell'investimento e la continua minaccia della rottura dell'equilibrio del cir-

cuito economico. Che il risparmio non fosse più la molla fondamentale dell'espansione, quale era stata illustrata dai classici, dipendeva anche in questo caso, così Heilbroner, da un fatto storico: mentre all'inizio dell'Ottocento colui che risparmiava era anche l'attore diretto del processo d'investimento, nel corso dei decenni risparmio e investimento erano divenuti due momenti sempre più separati e distinti.

L'ulteriore passo dell'analisi keynesiana, con il quale si giunge, dalla possibilità di temporanee rotture dell'equilibrio del sistema, alla possibilità di un permanente equilibrio di sottoccupazione, è compiuto nella *Teoria generale*. Ancora una volta il lavoro dell'economista trova un intimo aggancio con la realtà storica dell'epoca: l'illustrazione delle misure di politica economica, proposte dal Keynes, fornisce la giustificazione teorica di una azione di governo concretamente intrapresa, quella del New Deal rooseveltiano.

Nel decimo capitolo (il mondo moderno) l'A. passa in rassegna quelli che, a suo parere, sono i tre problemi di fondo dell'attuale fase del capitalismo: il peso delle grandi concentrazioni e la loro minaccia per l'esistenza stessa del mercato, le tendenze al ristagno economico, la crescente pianificazione dell'economia. Il fenomeno della concentrazione, il pericolo di un nuovo «feudalesimo» è stato illustrato in particolare nel famoso libro di Berle e Means *The Modern Corporation and Private Property*. Esso certo esiste, ma due fatti fanno pensare che possa essere contrastato: la concor-

renza che si sviluppa fra settori (in sostituzione di quella che sembra spegnersi all'interno dei singoli settori) ed il sorgere di quelli che Galbraith ha chiamato «poteri contrapposti».

Il pericolo del ristagno è stato analizzato con particolare efficacia da Alvin Hansen. Esso non ha preso corpo, ma il rimedio che Hansen aveva proposto — uno stabile ricorso all'investimento pubblico — è stato adottato egualmente. Ci si ricollega a questo punto al terzo grande problema: il peso dell'intervento pubblico in quale misura condizionerà il funzionamento e le caratteristiche del sistema economico? Vi è chi, come Hayek, ha parlato al riguardo di una «via alla schiavitù». L'A. sembra condividere questo timore, ma gli appare assai problematica ogni previsione in materia; il peso crescente dell'intervento pubblico potrebbe limitare le libertà individuali, ma potrebbe anche essere un fatto altamente positivo. In conclusione, il capitalismo è in discussione: i problemi cui si è accennato sono tuttora aperti.

L'ultimo capitolo si sofferma anzitutto sul pensiero dello Schumpeter, secondo il quale il capitalismo, anche se ancora «economicamente» vitale, sarebbe destinato a scomparire per la progressiva perdita di prestigio e di appoggio nell'opinione della società. Questa rievocazione porta l'A. alla sua conclusione: che, al di là di tutte le previsioni basate sulle leggi «naturali» di evoluzione del sistema economico, riesce impossibile immaginare quale sarà il destino del capitalismo, il quale non dipende solo da fatti di struttura economica, ma anche e spe-

cialmente da scelte politiche, che possono modificare e rovesciare le tendenze «naturali». Il destino del capitalismo potrà essere quindi diverso, a seconda degli indirizzi politici che prevarranno.

GIULIO PIETRANERA

\*\*

T. W. HUTCHISON, *Economics and Economic Policy in Britain 1946-1966. Some Aspects of their Interrelations*. London, George Allen and Unwin Ltd., 1968, pagg. 307.

Scopo dichiarato dell'A., nel raccogliere questa antologia di giudizi dei maggiori economisti britannici sui principali problemi di politica economica del loro paese, è stato quello di verificare in qual misura i giudizi stessi si siano basati, ed attraverso quali meccanismi, su fondamenti di teoria economica. In verità, come era facile prevedere (e in effetti l'A. stesso già nella premessa si mostra alquanto scettico), il legame tra opinioni di politica e teoremi di dottrina si dimostra assai labile. Di ciò Hutchison si duole e esprime severe critiche verso i suoi colleghi accademici: i quali, invece di contribuire nella loro specifica veste di teorici «puri», depositari della verità scientifica, al dibattito sui problemi economici del paese, si dividono, al momento del giudizio, a seconda del loro orientamento politico. Se una è la teoria giusta, afferma l'A., come si può giungere ad opinioni di politica economica divergenti? Come possono economisti qualificati

non accordarsi sulla questione, ad esempio, del pieno impiego e della stabilità monetaria, onde alcuni affermano che si tratta di obiettivi contemporaneamente raggiungibili, mentre altri ritengono che vi sia, almeno al margine, una necessaria alternativa tra l'uno e l'altra? Il fatto che, nell'esprimere giudizi di politica economica, gli accademici si lascino guidare dalle loro posizioni ideologiche piuttosto che dalle conoscenze professionali, toglie loro, secondo l'A., ogni specifica funzione, dal momento che un simile modo di procedere non permette di distinguere qualitativamente i loro giudizi da quelli di coloro che sono genericamente «esperti» di cose economiche, come, ad esempio, dei buoni giornalisti.

Ma al di là di tali questioni, in verità di dubbio significato, l'interesse del libro sta nel fatto che esso consente di passare in rassegna le fasi più significative dell'evoluzione economica britannica del dopoguerra e di valutare i punti di vista degli economisti sui principali obiettivi e sui metodi della politica economica inglese. Il volume si divide in quattro parti, corrispondenti ad altrettanti periodi: 1946-51, 1951-55, 1955-60, 1960-66.

I problemi principali del primo periodo furono quelli del pieno impiego, della posizione britannica nell'economia mondiale, del contrasto tra i fautori della pianificazione e i fautori dell'economia di mercato, della svalutazione della sterlina nel 1949 e dell'esperienza laburista di governo. La questione del pieno impiego, che in un certo senso appare anche per i periodi successivi come il problema fon-

damentale della politica economica britannica, trova già all'indomani della guerra gli economisti notevolmente divisi: da un lato si trovano coloro per i quali un livello di occupazione molto elevato comporta costi notevoli in termini specialmente di stabilità monetaria e di equilibrio della bilancia dei pagamenti (e ad essi va l'appoggio dell'A.) e per i quali il rigido mantenimento di un tale obiettivo, in ultima analisi, costituisce un freno per la espansione economica; dall'altro coloro che, ritenendolo invece un obiettivo irrinunciabile, tendono a sottovalutare nettamente i pericoli che esso comporterebbe.

Un altro punto sul quale si delinearono con precisione differenti atteggiamenti fu quello relativo al contrasto tra gli economisti che invocavano una più estesa pianificazione e quelli che invece si adoperavano per un ritorno ad una maggiore importanza del meccanismo dei prezzi di mercato. Gli uni si caratterizzarono altresì per la richiesta di una politica di domanda «attiva»; sul piano teorico si espressero per una interpretazione del fenomeno inflazionistico secondo lo schema della «inflazione dei costi» o della «spinta salariale»; posero grande enfasi sull'obiettivo dello sviluppo e, in seguito, si mostrarono piuttosto ostili all'ingresso della Gran Bretagna nel Mercato Comune. Gli altri invece, manifestando regolarmente le loro preoccupazioni per l'eccessiva spinta della domanda, furono in genere propensi a spiegare l'inflazione come un fenomeno dovuto appunto a tensioni dal lato della domanda e mostrarono spesso di subor-

dinare l'obiettivo dello sviluppo ad altri obiettivi, in particolare alla stabilità monetaria.

La politica monetaria fu il tema dominante del periodo successivo (1951-55). Il governo conservatore, succeduto a quello laburista, rimise in funzione i tradizionali strumenti di controllo del mercato monetario. Tra i sostenitori del nuovo indirizzo, l'A. cita il Robbins, il Paish, il Robertson, Hicks e Harrod; fra i critici, il Kahn, il Balogh (quest'ultimo appare in effetti, per tutto il libro, il bersaglio preferito dell'A.) e la Robinson.

Il periodo forse più interessante della rassegna appare quello tra il 1955 ed il 1960. Come nota Hutchison, è in questi anni che si affaccia in posizione dominante l'obiettivo dello sviluppo economico, che in precedenza era rimasto alquanto in ombra. Anche i problemi dell'inflazione giungono ad una più esatta determinazione, e in particolare si precisa con nettezza il divario tra i sostenitori dell'interpretazione basata sulla spinta salariale ed i sostenitori dell'interpretazione basata sulla tensione della domanda. Nel marzo del 1955 il Robertson pubblica il suo saggio sulla «Inflazione strisciante» che egli ritiene ormai un connotato permanente dei moderni sistemi economici e la cui origine, a suo giudizio, sta essenzialmente nella preminenza dell'obiettivo del pieno impiego e nel sostegno eccessivo alla domanda fornito dalle pubbliche autorità. Posizione analoga fu assunta — oltre che dal Paish — dal Robbins, secondo il quale l'evidente incompatibilità, al margine, tra i due obiettivi dell'occupazione e della stabilità monetaria

avrebbe dovuto esser tenuta rigorosamente presente dai governi.

Due economisti di Oxford, dall'altro lato, avanzarono nel 1958 gli argomenti a favore della tesi opposta. Secondo il Balogh, il processo inflazionistico trae origine dalla pressione sindacale, per cui la soluzione del problema sta in una doppia linea di attacco: in primo luogo un alto livello di investimenti accelera la crescita della produttività e quindi consente di accogliere gran parte delle richieste dei sindacati senza creare inflazione; in secondo luogo occorre realizzare una politica di accordo e di cooperazione con i sindacati stessi, al fine di indurli a contenere le loro richieste nei limiti degli incrementi della produttività. È chiaro, secondo il Balogh, che tale cooperazione non può essere ottenuta se non da un governo il quale si impegni in una politica di giustizia sociale, che tenda a limitare i profitti e a ridurre le disparità nei livelli di ricchezza attraverso una severa politica fiscale, e realizzi un penetrante controllo del sistema economico, in particolare degli investimenti e dei prezzi. Questo complesso di misure non solo permetterebbe di contenere l'inflazione, ma nello stesso tempo darebbe uno slancio assai maggiore all'economia britannica, caratterizzata da un assai scarso dinamismo.

Anche per il Worswick non vi sono incompatibilità sostanziali tra i principali obiettivi della moderna politica economica; anzi, il pieno impiego e la scarsità di lavoro che ne deriva hanno un benefico effetto sulla condotta delle imprese, che sono sospinte ad accrescere incessantemente la loro produt-

tività: il che, a sua volta, consente di fronteggiare la pressione della domanda e di contenere l'ascesa dei prezzi.

Altri autorevoli sostenitori della interpretazione basata sulla spinta sindacale (e perciò favorevoli alla politica dei redditi) furono il Kaldor ed il Kahn; i quali, anzi, misero in dubbio la desiderabilità o l'importanza dell'obiettivo della assoluta stabilità monetaria.

Nello stesso periodo un altro tema di grande rilievo fu quello dell'adesione della Gran Bretagna al Mercato Comune. In questo caso, più ancora che negli altri, le considerazioni politiche ebbero una parte decisiva nel determinare lo schieramento degli economisti. Però la divisione non si verificò secondo le linee consuete: tra gli avversari della prospettiva europea troviamo, sia pure con motivazioni e spirito differenti, il Robertson ed un gruppo di economisti oxfordiani come il Balogh, lo Streeten ed il Worswick; tra i fautori Kahn e Harrod.

Nell'ultimo periodo esaminato ritornano alcuni problemi che già avevano dominato la scena, come il dibattito sulla pianificazione; si intensifica la discussione sui problemi dell'integrazione europea, e ai toni moderati del periodo precedente si sostituiscono giudizi più netti. Avversaria dichiarata dell'ingresso della Gran Bretagna nel Mercato Comune, per motivi essenzialmente politici, è la Robinson; il più fervente fautore dell'integrazione si dimostra invece il Day. Un meditato parere favorevole è espresso altresì dal Meade. Gli schieramenti, in questa fase, tendono ad assumere caratteri più

familiari; in genere i sostenitori di una economia pianificata si mostrano avversi all'ingresso nella Comunità Europea (a questo proposito l'A. non manca però di rammentare che in seguito il Governo laburista si sarebbe indirizzato sulla via dell'integrazione europea).

Per quanto riguarda infine l'obiettivo dello sviluppo, se venne raggiunto un largo accordo sulla sua importanza e desiderabilità, profondi dissensi rimasero circa i fattori determinanti lo sviluppo stesso. Il Balogh continuò ad insistere sulla politica di spinta agli investimenti, specie nelle industrie di base. Viceversa Colin Clark fu il più importante sostenitore della tesi secondo la quale la causa fondamentale della debole dinamica economica britannica andava ricercata nella scarsità di lavoro. Che la politica degli investimenti fosse addirittura pericolosa fu l'argomento energicamente sostenuto anche dal Sargent.

Più in generale, riguardo alle prospettive, da numerosi economisti viene indicata la via della pianificazione per avviare uno sviluppo a ritmo sostenuto: tra gli altri emergono a questo proposito il Kaldor ed il Balogh. Un grave problema che si ricollega, infine, a quello dello sviluppo è la difesa dell'equilibrio dei conti con l'estero: il Kaldor a questo proposito ha avuto modo di rilevare come un alto saggio di espansione economica, in regime di pieno impiego, richieda, alternativamente, o un severo controllo delle importazioni o la manovra dei cambi (nel caso concreto la svalutazione della sterlina). In genere i fautori della pianificazione prevedono, naturalmente,

una politica di intenso controllo delle relazioni economiche internazionali, ma per quel che riguarda lo strumento specifico della manovra dei cambi le opinioni sono divise in maniera non del tutto conforme agli schieramenti «normali».

In conclusione, i temi fondamentali di discussione tra gli economisti, lungo tutti i periodi esaminati, sono stati i seguenti: *a*) il problema del livello al quale spingere la domanda, al fine di sollecitare l'espansione produttiva del sistema, compatibilmente con i limiti relativi alla stabilità monetaria ed all'equilibrio dei conti con l'estero; *b*) le origini del processo inflazionistico e gli strumenti di controllo; *c*) le cause dello sviluppo economico e le politiche atte a promuoverlo; *d*) le strategie della politica commerciale, con particolare riferimento, negli ultimi anni, al problema dell'ingresso della Gran Bretagna nel Mercato Comune; *e*) il problema dei cambi e degli effetti della svalutazione.

Come si è visto, l'A. rileva che la diversità di opinioni su tali temi dipende quasi sempre dalle posizioni ideologiche e politiche di vari economisti, il che, a suo parere, rappresenta un fenomeno di carattere negativo. Egli osserva che la teoria «pura» (e come tale, a suo avviso, indipendente dalle preferenze politiche dei vari Autori) spesso non consente di fornire lumi per i consigli concreti di politica economica; vi è cioè un «intervallo» tra teoria e politica che i vari economisti «riempiono», in mancanza di altro, con le loro intuizioni, i loro giudizi di valore, le loro speranze, in una parola con le loro ideologie poli-

tiche. Ma, via via che il cammino della scienza consente di chiarire inequivocabilmente i termini di una questione, l'economista dovrebbe presentarsi come il conoscitore obiettivo, che in tale specifica veste si pronuncia sui temi della politica economica; altrimenti egli non potrebbe assumere alcuna funzione specifica e al limite il suo giudizio varrebbe quanto quello di ogni altro cittadino.

Chiude il volume una nutrita appendice dal titolo «Pigou e Keynes sulla politica dell'occupazione», dove i precedenti storici del dibattito sul problema in esame sono rievocati attraverso i pareri espressi dai due più illustri «specialisti» dell'argomento tra le due guerre.

GIULIO PIETRANERA

\*\*

GEORGE GARVY and MARTIN R. BLYN,  
*The Velocity of Money*, Federal Reserve Bank of New York, 1969, pagg. 116.

L'analisi del rapporto tra la quantità di moneta da un lato ed i flussi del reddito o dei pagamenti complessivi dall'altro, cioè della velocità della moneta, sia sotto l'aspetto della velocità-reddito sia sotto quello della velocità-transazioni, riveste una notevolissima importanza, come affermano i due AA. nella breve introduzione al volume, a fini teorici e di politica pratica. L'esperienza storica dimostra infatti che un aumento della velocità-reddito, ad esempio, di 0,2 punti (cioè da 4,2 a 4,4, o da 4,3 a 4,5, ecc.) è

tutt'altro che eccezionale ai nostri giorni: ebbene, tale tumentamento della velocità corrisponde, nell'economia americana del 1968, ad un aumento di circa 7 miliardi di dollari, ovvero del 4% della massa di moneta esistente.

Il fenomeno che viene analizzato nel volume è il continuo accrescersi, in quest'ultimo dopoguerra, della velocità della moneta negli Stati Uniti, con riferimento a tutt'e due gli aspetti del fenomeno (velocità-reddito e velocità-transazioni). Esso può essere sinteticamente ricondotto a due motivi fondamentali: il primo, relativo alla funzione della moneta come mezzo di pagamento, va ricercato nelle continue innovazioni tecniche che hanno permesso una crescente economia di moneta nell'intermediazione degli scambi; il secondo, relativo alla domanda di moneta per fini di liquidità, va individuato nella crescente preferenza, rispetto alla moneta e specialmente alla sua componente fondamentale (i depositi bancari a vista), per disponibilità finanziarie di carattere diverso, ma comportanti tutte il vantaggio di saggi d'interesse più o meno elevati.

Dopo il periodo bellico, caratterizzato dal noto eccesso di liquidità e da bassi saggi d'interesse, la velocità della moneta è cresciuta costantemente, sia in periodi di prosperità che in periodi di recessione, seppure a saggi variabili. La velocità-reddito è passata da un valore di 1,97 nel 1946 a un livello di 4,59 nel 1968; nello stesso periodo la velocità-transazioni è passata da 13,4 a 36,5. A causa della diminuzione registratasi nei periodi prebellico e bellico, i livelli raggiunti nel 1968 sono però poco diversi da

quelli dell'anno 1929, che rappresentano la punta massima sperimentata in precedenza.

La struttura del volume è la seguente: nel capitolo secondo, che segue l'introduzione, si esaminano i motivi della domanda di moneta; nel terzo i fattori che influenzano il flusso dei pagamenti. I problemi di misurazione della velocità della moneta sono trattati nel quarto capitolo, e nel quinto si esaminano le risultanze statistiche. Il capitolo sesto analizza le forze che modificano la velocità della moneta sia nel lungo periodo, sia nel corso del ciclo economico; le prospettive future sono passate in rassegna nel settimo capitolo. Infine gli AA. hanno aggiunto due Appendici, per non appesantire il testo con troppi dettagli tecnici: nella prima viene presa in considerazione la struttura dell'offerta di moneta, e nella seconda la quota della moneta legale rispetto al totale (in altri termini, il rapporto tra moneta legale e depositi a vista).

La diminuzione relativa della domanda di moneta può essere interpretata in varie maniere (cap. secondo). In primo luogo, come si è detto, nel periodo postbellico la moneta ha costituito una percentuale decrescente delle disponibilità finanziarie delle imprese e delle famiglie: dal 1953 al 1968 si è passati da poco meno del 70% al 40% per le imprese e dal 30% a poco più del 20% per le famiglie. Ciò è stato determinato sia dall'aumento dei saggi d'interesse, sia dal sempre più efficiente funzionamento del mercato finanziario, che ha messo a disposizione del pubblico una sempre maggior varietà di titoli e di

tecniche di negoziazione, per cui la convertibilità in forma liquida delle varie attività finanziarie diverse dalla moneta è divenuta sempre più rapida ed agevole.

Per quel che riguarda la funzione di mezzo di pagamento della moneta, il volume delle giacenze necessario per sostenere un determinato ammontare di transazioni dipende fondamentalmente dagli sfasamenti temporali tra incassi ed esborsi, per cui la tendenza verso una maggiore sincronizzazione dei due tipi di flussi riduce le giacenze monetarie occorrenti. Nel settore delle imprese occorre poi ricordare l'importante fenomeno dell'integrazione verticale, nell'ambito di una sola impresa, di diversi stadi del processo produttivo: tale fenomeno tende ugualmente a ridurre i « tempi morti » tra incassi ed esborsi, eliminando numerosi passaggi della moneta tra stadio e stadio di attività economica.

Questo aspetto del problema è ripreso successivamente nel terzo capitolo (oltre che nel sesto). Per quel che riguarda il flusso dei pagamenti dei consumatori, un motivo importante di economizzazione della moneta (e quindi di aumento della sua velocità) è determinato dalla crescente pratica di utilizzare più volte gli assegni bancari mediante girata. Per quel che riguarda i pagamenti connessi con lo svolgimento dell'attività delle imprese, il discorso è più complesso. Val la pena di ricordare, a questo proposito, che un volume assai elevato di scambi intersettoriali (ad esempio per l'acquisto di materie prime, di prodotti semifiniti, di prodotti finiti dal produttore al grossista e da questi al

dettagliante) ha luogo prima che il prodotto raggiunga il consumatore finale. Da ciò deriva che i mutamenti della composizione del prodotto nazionale influenzano il volume dei pagamenti necessari per ottenere un determinato prodotto finale. Così, il crescente peso del settore dei servizi riduce notevolmente il rapporto tra flusso dei pagamenti e reddito, in quanto, mentre le merci passano attraverso vari stadi della produzione e della distribuzione, i servizi vengono di solito venduti direttamente al consumatore finale (è opportuno peraltro notare che tale fenomeno influisce sulla velocità-reddito e non sulla velocità-transazioni). Per motivi in gran parte analoghi, anche l'incremento relativo delle spese governative rispetto al prodotto nazionale tende ad accrescere la velocità-reddito della moneta.

Un altro settore nel quale si verifica un eccezionale flusso di pagamenti è il mercato finanziario, dove affluiscono i risparmi della collettività e dove vengono negoziati i vari titoli di credito; e spesso la base monetaria utilizzata per tali transazioni ha una elevatissima mobilità. Gli AA. ricordano ad esempio che il volume complessivo dei titoli trattati sul mercato azionario di New York aveva raggiunto nel 1929 (anno in verità eccezionale) il 120% del prodotto nazionale lordo degli Stati Uniti.

I capitoli quarto e quinto, di carattere prevalentemente statistico, analizzano i fenomeni rilevabili dall'esame dei numerosi dati disponibili. Oltre alle tendenze di lungo periodo, cui già si è accennato, si osserva una netta tendenza della velocità della moneta

a crescere fortemente nella fase ascendente del ciclo: ciò deriva dal fatto che quando l'attività economica assume un ritmo accelerato, la massa della moneta viene utilizzata più intensamente, in modo da sostenere un volume relativamente più elevato di transazioni; individui, imprese, pubbliche autorità ricorrono al credito per accrescere le loro disponibilità monetarie; nello stesso tempo, aumentando il costo del denaro, si cerca di ridurre le giacenze, di coordinare meglio gli incassi con gli esborsi; l'intensa formazione di capitale e la ricerca di proficue utilizzazioni delle giacenze monetarie danno luogo ad una accelerazione delle transazioni sul mercato monetario e finanziario. Viceversa, nella fase discendente del ciclo, la velocità della moneta diminuisce fortemente. Ciò che è maggiormente interessante, specie ai fini di un giudizio sulle possibilità e sull'efficacia di una politica di controllo dell'offerta di moneta, è la constatazione del fatto che le variazioni della velocità, durante le varie fasi del ciclo, hanno un peso maggiore delle variazioni dell'offerta di moneta nel determinare l'espansione o la contrazione del volume complessivo dei pagamenti.

Nel sesto capitolo vengono ripresi, con maggiori particolari, i temi relativi ai fattori che influenzano le variazioni della velocità della moneta. Tali fattori possono schematicamente essere raggruppati in quattro categorie. Alla prima appartengono le pratiche e gli accordi di compensazione, che riguardano un volume ed una varietà di pagamenti sempre crescenti, per cui un ammontare relativamente limitato

di moneta può sostenere un grande volume di transazioni; ciò vale particolarmente per il mercato finanziario. Alla seconda categoria appartengono tutte le innovazioni introdotte da società e enti al fine di economizzare la disponibilità di cassa; ed alla terza categoria, strettamente connessa alla seconda, la pratica, diffusasi ugualmente presso le società per azioni, di investire temporaneamente le giacenze monetarie inutilizzate — a tal fine, come si è detto, ha concorso in maniera decisiva il perfezionamento degli strumenti all'uopo forniti dai mercati monetario e finanziario. Infine occorre ricordare i fattori che hanno determinato un aumento della velocità della moneta detenuta dai singoli: la diffusione del credito ai consumatori, l'uso delle carte di credito, e specialmente la sempre maggiore importanza degli istituti di previdenza sociale, dei sussidi contro la disoccupazione, delle assicurazioni contro le malattie.

Nel settimo capitolo si giunge alle conclusioni. Gli AA. si mostrano piuttosto critici delle ben note impostazioni del Friedman e dei suoi seguaci, secondo le quali la domanda di moneta si accresce più che proporzionalmente rispetto al reddito (onde dovrebbe determinarsi una tendenza di lungo periodo alla diminuzione della velocità della moneta). Ad essi sembra invece che l'attuale fase di incremento della velocità debba proseguire, non solo e non tanto per l'aumento dei saggi d'interesse e per la conseguente tendenza ad investire le giacenze monetarie in attività finanziarie generatrici di reddito (secondo quanto viene prevalentemente sottolineato dai teo-

rici), ma anche e specialmente per le innovazioni tecniche in materia di pagamenti e di gestione di cassa nelle società, sul mercato monetario e finanziario, a favore dei consumatori, ecc.

Sul piano della politica monetaria, secondo gli AA., il controllo dell'offerta di moneta ha perso importanza; d'altra parte, ad una variazione della politica dell'autorità monetaria il sistema reagisce accrescendo o diminuendo, a seconda dei casi, la velocità della moneta. Ciò ha comunque un notevole effetto positivo: le tensioni che potrebbero essere generate da una restrizione o da una espansione della massa monetaria vengono per così dire ammortizzate dalla reazione che si determina per il comportamento della velocità della moneta.

GIULIO PIETRANERA

\*  
\*\*

ALBERTO BERTONI, *Aspetti monetari dell'attività degli intermediari finanziari non bancari*, Giuffrè, Milano, 1970, pagg. 94.

In un ridotto numero di pagine, il Bertoni tocca una molteplicità di problemi di economia monetaria collegati — spesso con immediatezza, ma talora solo di riflesso — ad una comune matrice rappresentata dai cosiddetti *non-bank financial intermediaries*. Questa nota bibliografica si propone di enucleare i temi di fondo nei quali si articola la trattazione, per poi passare a considerare alcuni aspetti specifici particolarmente significativi.

Il titolo del volume richiama l'attenzione sugli intermediari finanziari non bancari, ma l'A. dedica le prime pa-

gine del lavoro ad una premessa di natura semantica, al termine della quale risulta che la sfera d'osservazione della sua indagine non è in verità costituita soltanto dagli intermediari non bancari, come egli li intende, ma da un insieme più vasto.

Se per banche devono intendersi — egli rileva — tutte le aziende di credito che « si qualificano... per l'esercizio specializzato dei prestiti monetari... concessi a proprio rischio... utilizzando anche disponibilità pecuniarie altrui, raccolte con svariate modalità tecniche » (p. 1), è evidente che il complesso degli intermediari facenti parte del sistema bancario include, oltre alle banche di deposito (o banche commerciali), altri istituti che in Italia non vanno al di là degli istituti speciali di credito, ma che negli Stati Uniti e in Gran Bretagna si qualificano come *near-banks* e prendono il nome di *savings banks, savings and loan associations, building societies, credit unions, sales finance companies e finance houses*. Per esclusione sono intermediari finanziari non bancari le società finanziarie, le società d'investimento, gli istituti assicurativi e previdenziali, i fondi comuni d'investimento mobiliare e tutti gli organismi finanziari, privati o pubblici, nei quali non si riscontrano gli elementi caratterizzanti sopra riferiti.

Fatta questa precisazione, il Bertoni riunisce in un'unica categoria (in quanto sprovvisti di funzioni monetarie) gli intermediari non bancari e gli intermediari bancari diversi dalle banche di deposito e riserva a questo specifico insieme di intermediari « non monetari » la propria indagine.

L'A. pone quindi un interrogativo che a prima vista appare poco pertinente allo sviluppo del tema prestabilito. Quali sono, si chiede l'A., i rapporti tra i fenomeni monetari e quelli reali? In particolare, può ancora ritenersi che l'elemento determinante della spesa globale sia la « quantità di moneta »? Su quest'ultimo punto la risposta è negativa e poggia sulle asserzioni del Rapporto Radcliffe, secondo il quale il fattore strategico della spesa globale è la (non meglio precisata) liquidità generale del sistema economico.

Ecco allora che entrano in campo gli intermediari non monetari, poiché sono essi che, in aggiunta alle banche di deposito, alimentano la liquidità del sistema e quindi concorrono a determinare la spesa globale. Tale riconoscimento trova ulteriore convalida nelle recenti teorie monetarie nord-americane fondate sul cosiddetto *portfolio approach*, secondo le quali sia la moneta, sia le attività finanziarie di altra natura sono tutti mezzi dotati di proprie funzioni di utilità e quindi atti a fungere da componenti della ricchezza individuale. Sulla base di tale fondamento, ogni soggetto tende a formare un proprio portafoglio a struttura equilibrata, nel quale entrino dosati volumi di beni finanziari e di beni reali, e reagisce con opportuni aggiustamenti di portafoglio intesi a ricostituire una soddisfacente composizione dei propri elementi patrimoniali tutte le volte che si verificano alterazioni tanto nell'offerta di moneta quanto nei volumi di passività emesse dagli intermediari finanziari non monetari.

Risulta a questo punto evidente l'interesse che gli intermediari finanziari non monetari rivestono ai fini del controllo della spesa globale; ma prima di prospettare l'esigenza di una loro disciplina dall'alto, in analogia con quella generalmente imposta alle banche commerciali, il Bertoni indaga sul modo con cui tali intermediari esercitano effetti destabilizzanti sull'economia.

Si supponga — questo l'A. non lo dice espressamente, ma non crediamo di falsare il senso del suo discorso — che si sia in presenza di una restrizione creditizia e che le imprese non riescano ad ottenere dalle banche di deposito i fondi di cui abbisognano per avviare nuovi processi produttivi. Si supponga altresì che presso le banche in questione vi siano depositi a vista utilizzabili come moneta scritturale di cui siano titolari le famiglie, cioè i risparmiatori. Sono queste le circostanze propizie per l'intervento degli intermediari finanziari non monetari, i quali inducono i risparmiatori a cedere la titolarità della moneta-deposito posseduta offrendo loro in cambio attività finanziarie fruttifere, da essi stessi emesse, che non possono fungere da moneta, ma svolgono bene la funzione di conservazione del potere d'acquisto risparmiato. Gli intermediari finanziari non monetari, una volta venuti in possesso dei mezzi monetari depositati nelle banche, provvedono, mediante operazioni di prestito, a cederne la titolarità alle imprese, che sono finalmente in grado di procedere all'esecuzione delle spese desiderate. Le imprese, in definitiva, si trovano nella stessa situazione in

cui si sarebbero trovate se avessero potuto ottenere prestiti dalle banche commerciali, con la differenza che risultano invece indebitate verso gli intermediari finanziari non monetari. In altre parole, l'intervento degli intermediari non monetari ha prodotto nell'economia gli stessi effetti che si sarebbero avuti se le banche avessero esteso il credito, cioè se le autorità monetarie avessero consentito l'aumento dell'offerta complessiva di moneta.

Di qui la constatazione che « gli intermediari 'non monetari' sono in grado di generare i 'fondi prestabili' e di 'creare' credito, al pari delle banche di deposito » (p. 55). Essi infatti si sostituiscono parzialmente alle banche nel finanziamento della produzione del reddito, « attraverso la mobilitazione della moneta scritturale già esistente, che non cessa tuttavia per questo di figurare fra le passività delle banche commerciali » (p. 64), ed il fattore propulsivo della loro attività e del loro sviluppo risiede nelle « crescenti esigenze dei risparmiatori in tema di diversificazione dei rispettivi 'portafogli' di attività finanziarie » (*ibidem*), in armonia con quanto postulato dalle tesi del *portfolio approach*.

Mediante l'« attivazione » della moneta scritturale « oziosa » facente parte delle passività a vista delle banche commerciali, gli intermediari non monetari pregiudicano l'efficacia della politica monetaria seguita dai pubblici poteri, e l'esperienza dimostra che tali effetti perturbatori si intensificano soprattutto nelle fasi di restrizione del credito bancario. È spontaneo allora il quesito se non sia opportuno sottoporre tali intermediari ad una disci-

plina diretta simile a quella già gravante in tutti i paesi sulle banche di deposito.

Ad una sicura risposta affermativa, che apparirebbe fondata dopo le considerazioni svolte, il Bertoni oppone valide pregiudiziali destinate a tenere conto della realtà concreta. Se alla luce della teoria non vi può essere dubbio sull'idoneità degli intermediari non monetari ad infirmare l'efficacia della politica monetaria, è altrettanto vero che in realtà questo pericolo non va sopravvalutato. In numerosi paesi, infatti, gli intermediari finanziari non monetari non sono molto diffusi e là dove prosperano presentano per lo più un ritmo di sviluppo graduale, per cui la loro espansione creditizia « diviene nelle vicende monetarie... una costante cui finiscono con l'adeguarsi, nel lungo periodo, sia l'attività delle banche di deposito, sia la struttura dei pubblici interventi nel mercato del credito » (p. 81). Il rischio maggiore è in ogni caso legato all'attività delle *near-banks*, le quali emettono titoli di debito altamente liquidi — aventi natura di « quasi moneta » — che possono essere molto facilmente trasformati in moneta e quindi sottoporre « il sistema economico al costante pericolo di repentine ed incontrollabili espansioni dei mezzi di pagamento » (p. 87). Qualora si vogliano tuttavia applicare forme di controllo pubblico sugli intermediari non monetari, l'A. esclude l'opportunità di fare ricorso all'imposizione di riserve obbligatorie o di fare affidamento sulle operazioni di mercato aperto.

Il discorso a questo punto si conclude ed è appena il caso di dire che

esso si è riallacciato continuamente alle opere di studiosi autorevoli: basti citare Friedman, Patinkin, Tobin, Alhadeff, Ascheim, Sayers e soprattutto Gurley e Shaw, gli autori della cosiddetta « teoria degli intermediari finanziari ». Si è trattato di un discorso molto impegnato, che questa nota ha riferito solo nei tratti fondamentali, al quale intendiamo aggiungere qualche osservazione.

In primo luogo, ci pare di poter rilevare che il concetto di sistema bancario che il Bertoni propugna all'inizio della trattazione non ritrovi, nel corso della trattazione stessa, sufficienti elementi di convalida. L'omogeneità operativa di tutte le categorie di istituti di credito che si vogliono far rientrare nel sistema bancario risulta praticamente sminuita dal fatto che, man mano che il lavoro procede, si delinea una netta contrapposizione tra il gruppo degli intermediari non monetari e quello degli intermediari monetari; e soltanto per questi ultimi trova indiscussa evidenza un valido elemento di coesione rappresentato dalla comune appartenenza al meccanismo dei pagamenti. In altre parole, se nel sistema bancario riuniamo tutti gli intermediari finanziari che operano a proprio rischio nel campo dei prestiti monetari utilizzando anche mezzi monetari altrui, ciò non esclude che non sia scientificamente proficuo enucleare in tale ambito una particolare categoria di istituti — appunto le banche di deposito — caratterizzati dall'esercizio delle

funzioni monetarie. È questa — riconosce incidentalmente lo stesso Bertoni — « una circostanza così qualificante... da giustificare la contrapposizione tra *monetary* e *nonmonetary intermediaries* » (p. 39).

Qualche perplessità suscita anche l'atteggiamento di aperta disapprovazione che il Bertoni manifesta a più riprese verso la politica di raccolta delle banche di deposito italiane, le quali — a suo avviso — « si limitano a sfruttare l'arretratezza del nostro mercato del credito, incuranti dell'interesse collettivo, che richiederebbe invece una lotta senza quartiere alla tesaurizzazione dei conti correnti ed il costante affinamento degli strumenti di raccolta del risparmio » (p. 51). L'accusa nasce dalla preoccupazione che i depositi bancari a vista, in quanto comprendano vero risparmio e non soltanto disponibilità monetarie richieste per il regolamento delle spese correnti, possano fungere da richiamo all'attività perturbatrice degli intermediari non monetari, ma soprattutto possano riversarsi improvvisamente sul mercato come componente inflazionistica della domanda di beni e servizi. È questa, secondo noi, una preoccupazione eccessiva che forse risente delle impostazioni proprie della teoria quantitativa della moneta, ma che soprattutto non tiene in debito conto l'esigenza tuttora essenziale nel nostro paese di incanalare in misura sempre maggiore il risparmio verso l'intermediazione bancaria.

ANTONIO PIN

\*  
\*\*

AUTORI VARI, *Backward Areas in Advanced Countries*, Proceedings of a Conference held by the International Economic Association, curati da E. A. G. Robinson, Londra, Macmillan, 1969, pagg. xviii-474.

Il volume pubblica gli atti della ventiduesima conferenza dell'Associazione Economica Internazionale, tenutasi a Varenna, sul tema delle aree arretrate nei paesi progrediti. Il tema viene affrontato non solo per un vasto numero di paesi occidentali, ma anche per sei casi di arretratezza regionale nell'ambito di economie socialiste.

Molto limitata è la trattazione di carattere generale, cui sono dedicate l'introduzione e la prima relazione («Teoria della localizzazione, economia regionale ed aree arretrate») dovute al curatore del volume, l'economista britannico E. A. G. Robinson; lo studio sugli «Aspetti sociali dell'arretratezza nei paesi progrediti» di S. Groenman dell'Università di Utrecht; e l'ultima relazione del volume «Argomenti vecchi e nuovi di sviluppo regionale» dell'americano E. M. Hoover. Chiude l'opera, come di solito avviene per le conferenze della I.E.A., il resoconto dei dibattiti sulle relazioni

La prima osservazione del Robinson riguarda l'universalità del problema. Praticamente in nessuno dei paesi rappresentati alla Conferenza può affermarsi che non esistano regioni arretrate, dagli Stati Uniti all'Unione Sovietica, dal Regno Unito alla Francia, dall'Italia alla Cecoslovacchia.

Quali le cause di questa situazione? Per rispondere, sia pure in linea gene-

rale, occorre stabilire una distinzione, con la quale il Robinson si associa alle note definizioni del Vito, che per l'appunto partecipava alla conferenza. Da un lato troviamo vere e proprie aree sottosviluppate, che altro non sono se non quelle regioni agricole marginali, rimaste in un certo senso in disparte non solo rispetto all'emergere della moderna economia industriale, ma anche rispetto al processo di ristrutturazione e di adeguamento ai nuovi livelli di efficienza, verificatosi nell'agricoltura delle zone meglio dotate. Dall'altro lato vi sono le zone che si potrebbero definire, più che sottosviluppate, depresse, in quanto si tratta di regioni che hanno conosciuto la rivoluzione industriale ed anzi in diversi casi ne sono state all'avanguardia, ma che in seguito, per la perdita d'importanza e per l'invecchiamento delle industrie in esse insediate, sono andate incontro ad una fase di decadenza. Tipiche appaiono in questo senso le aree dove mossero i primi passi l'industria carbonifera o quella tessile.

Nel primo caso occorre favorire l'inizio di un processo di sviluppo; nel secondo invece, se non è necessario preoccuparsi di creare le fondamentali infrastrutture di base, che già esistono, o di favorire il sorgere di capacità imprenditoriali e di maestranze specializzate, che esistono anch'esse, bisogna procedere ad una riconversione delle attività economiche.

Sull'iniziativa politica da intraprendere a tal fine non vi è stato completo accordo in seno alla Conferenza. Molti economisti, specialmente americani, non ritengono che l'autorità governa-

tiva debba attuare misure specifiche, ma solo garantire la più favorevole evoluzione economica sul piano nazionale. Altri invece sono fautori di una vera e propria politica di intervento regionale, e ciò per tre fondamentali motivi.

In primo luogo si può ritenere che, in un paese capitalistico, l'investitore privato, guidato dal solo movente del profitto individuale, non potrà tener conto, nel decidere sulla localizzazione dell'investimento, di tutte le considerazioni rilevanti ai fini dell'ottimo impiego delle risorse nell'economia nazionale.

In secondo luogo — e questa considerazione si ricollega strettamente alla prima — vi può essere una concentrazione eccessiva, in un limitato numero di poli di sviluppo, dell'attività economica, in quanto il privato investitore tiene conto soltanto dei costi che egli dovrà sopportare direttamente, e trascura quindi gli inconvenienti, talora gravissimi, derivanti dalla congestione delle aree urbane verso le quali si accentrano le preferenze per la localizzazione dei nuovi investimenti.

Il terzo motivo che giustifica una politica regionale presenta aspetti più generali e non riguarda solo il campo dell'economia. Da un certo punto di vista, infatti, l'ottimo impiego delle risorse può ottenersi favorendo la perfetta mobilità delle risorse stesse nell'ambito nazionale, salve naturalmente le eccezioni di cui si è detto in precedenza. Ma, a parte tali eccezioni, quanto maggiore è la mobilità del capitale e del lavoro, tanto migliore è l'efficienza dell'apparato produttivo e

tanto maggiore risulterà il reddito per abitante. Tuttavia a questo punto si presenta una grave difficoltà di carattere extraeconomico, per cui il rimedio della massima mobilità spesso non può dimostrarsi efficace. Ben pochi paesi sono talmente omogenei che, per i loro cittadini, risulti indifferente la regione nella quale lavorare e vivere. Per la maggior parte dei paesi sono emersi motivi di carattere politico che escludono l'incondizionata accettazione del principio della massima mobilità. Non è indifferente per i gallesi, o per gli scozzesi, che il problema della loro disoccupazione venga risolto nella loro regione o altrove nel Regno Unito. Non è indifferente per gli italiani del Mezzogiorno che nuovi posti di lavoro siano creati a Torino e a Milano invece che a Napoli o a Catania. E così dicasi per gli slovacchi, per i montenegrini, per i valloni.

Ne deriva che, se non è possibile attuare una perfetta mobilità delle risorse per l'attaccamento che gli uomini manifestano al loro originario ambiente sociale e culturale, la migliore efficienza possibile dell'economia nazionale può essere ottenuta soltanto attraverso una politica economica regionale, che crei posti di lavoro ed opportunità di sviluppo nelle zone arretrate. Se l'economista deve pur affermare che, in sede teorica, il miglior risultato si ottiene consentendo la massima mobilità, nondimeno egli deve essere preparato a risolvere i problemi che si pongono in un mondo di imperfetta mobilità.

Occorre dunque, in conclusione, immettere nuovo capitale dall'esterno nella zona da sviluppare; ma questo

capitale deve poter condurre al regolare e continuato svolgimento di attività che equilibrino la «bilancia dei pagamenti» regionale. Non ci si può limitare alla mera creazione di infrastrutture, altrimenti ciò che entra come capitale fuoriesce poi sotto forma di «importazioni» che soddisfino la domanda temporaneamente accresciuta. È necessario invece che si giunga ad uno sviluppo autonomo, che sorgano attività tali da sostituire le importazioni da altre regioni del paese o da trovare un mercato al di fuori dei confini della zona arretrata.

La seconda relazione della Conferenza, dovuta al Groenman, riguarda, come si è detto, gli aspetti sociali del problema delle zone arretrate. Secondo l'A., l'arretratezza dipende da elementi culturali (costumi, scale di valori, attitudini, aspirazioni) e da elementi strutturali (organizzazione e distribuzione del potere nella società) i quali sono strettamente connessi tra di loro; anzi, per meglio dire, è probabilmente il fatto strutturale che condiziona quello culturale e, attraverso quest'ultimo, impedisce il progresso. In altre parole, lo sviluppo economico è ostacolato dalle ben note caratteristiche culturali della zona arretrata: immobilismo, ignoranza, scarsissima attitudine allo esercizio di attività economiche che comportino rischi di qualche entità, una scala di valori nella quale il miglioramento economico si trova relegato in posizione marginale. Questa situazione culturale permane per l'interesse delle classi dominanti, che temono ogni evoluzione che possa minacciare il loro potere. Grande importanza è attribuita dall'A., per rompere

una situazione del genere, alla «comunicazione», intesa come conoscenza del mondo esterno: il confronto con altre situazioni mette in crisi la «cultura» dell'arretratezza, crea la nozione dell'inferiorità, spinge a individuarne e ad eliminarne le cause.

Un nutrito gruppo di relazioni riguarda i singoli paesi. In quella dedicata alla «politica regionale nel Regno Unito», di M. C. MacLennan e D. J. Robertson, ritorna la distinzione accennata, fra zone sottosviluppate vere e proprie — l'unico esempio britannico è quello delle Highlands della Scozia — ed aree depresse, in cui l'esistente struttura industriale dà segni di obsolescenza e decadenza; qui i casi sono più numerosi, dalla zona centrale della Scozia alla costa nord-orientale dell'Inghilterra, da alcune parti dell'Inghilterra nord-occidentale al Galles meridionale.

Nella Relazione di Benjamin Chinitz, sul problema regionale negli Stati Uniti, si individuano ben sette gruppi di aree che presentano aspetti diversi di arretratezza. Tuttavia alcuni gruppi sono identificati in base al criterio dell'alto saggio di disoccupazione; in realtà si tratta pur sempre di zone ricche e spesso assai dinamiche. Restano però molte zone arretrate vere e proprie: il gruppo delle aree rurali povere, la regione degli Appalachi, i «ghetti di colore» delle grandi città, le riserve indiane.

M. Penouil dell'Università di Bordeaux, tratta dei problemi dello sviluppo economico dell'Aquitania. Louis E. Davin dell'Università di Liegi, si occupa della Vallonia, un tipico caso di zona depressa per la crisi delle sue

industrie tradizionali. A Jean Valarché sono dovute due relazioni, una sul cantone di Friburgo e l'altra sul settore terziario in Svizzera; quest'ultima in verità sembra estranea al contesto generale della Conferenza.

I problemi delle economie regionali in Germania sono trattati da Edwin von Böventer, il quale, pur precisando come in realtà nella Repubblica federale non si pongano questioni di troppo forte disparità da zona a zona, individua sei aree relativamente meno sviluppate, due nella Bassa Sassonia e le altre nello Schleswig-Holstein, nell'Eifel, nell'Assia e nella Baviera orientale.

I problemi delle zone settentrionali della Svezia sono presi in considerazione da Erik Bylund.

Due relazioni sul Mezzogiorno d'Italia sono dovute a Francesco Vito e a Pasquale Saraceno. La prima è incentrata sulla giustificazione della politica «gradualistica» che si è espressa sostanzialmente attraverso

l'azione di miglioramento agricolo e di creazione di infrastrutture da parte della Cassa per il Mezzogiorno; la seconda ha un carattere più critico e pone l'accento sia sulla necessità dell'industrializzazione sia sulle prospettive che si aprono con l'inserimento del problema meridionale nella programmazione nazionale.

I casi di arretratezza regionale nelle economie socialiste riguardano la Slovacchia, le zone sottosviluppate della Jugoslavia, quelle della Polonia, concentrate specialmente verso il confine con l'Unione Sovietica, quelle dell'Ungheria; infine N. Plotnikov riferisce sulla trasformazione dell'economia della Repubblica dell'Uzbekistan ed A. Arakelyan sullo sviluppo industriale dell'Armenia.

La relazione finale, di Edgar M. Hoover, discute alcuni temi della politica di sviluppo regionale, con particolare riferimento alla cosiddetta strategia dei «poli di sviluppo».

G. P.

## Publicazioni ricevute

ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DELL'INDUSTRIA NEL MEZZOGIORNO (SVIMEZ):

*Le leggi sul Mezzogiorno*, Tipografia Failli, Roma, 1969, pagg. 1033.

[Il Dott. Massimo Annesi cura la riproduzione e l'illustrazione del Testo Unico approvato con D.P.R. 30 giugno 1967, n. 1523 e le leggi successive in materia: «Origini e caratteristiche del Testo Unico»; «Il coordinamento e la disciplina degli interventi ordinari e straordinari»; «Le disposizioni regionali»; «Le disposizioni transitorie e finali»; «Tendenze innovatrici ed esigenze di riforma»; «Linee di revisione».]

ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DELL'INDUSTRIA NEL MEZZOGIORNO (SVIMEZ):

*Ricerca sullo sviluppo metropolitano e sul fabbisogno e i costi delle infrastrutture metropolitane di trasporto*, Roma 1969, pagg. 178.

[Lo sviluppo urbano, o più in generale la modificazione dei rapporti fra città e campagna, costituisce, come è noto, la conseguenza più vistosa dei processi di industrializzazione e della crescente mobilità settoriale che a quei processi si accompagna. Reciprocamente, la presenza di un sistema urbano ben strutturato rappresenta la condizione essenziale per l'accelerazione dei processi di sviluppo economico e di industrializzazione. La recente ricerca della SVIMEZ tende a sottolineare non solo il divario tra le strutture urbane del Nord e del Sud, ma gli effetti di questo divario sulle differenti prospettive di sviluppo e di industrializzazione delle due parti del paese.

Sulla base di tendenze e previsioni di popolazione e di forza di lavoro oggetto di precedenti indagini, della SVIMEZ, la ricerca qui segnalata giunge alla formulazione di ipotesi di sviluppo metropolitano che giungono sino al 1981.

Dati i molteplici e complessi problemi che si pongono in ordine all'ampiezza, alle caratteristiche e alle tendenze del fenomeno metropolitano, la ricerca ha inteso dare anche alcuni elementi di risposta al problema relativo agli oneri che sarebbe necessario sostenere per soddisfare la domanda di infrastrutture di trasporto che la crescita metropolitana porrà da qui al 1981. A questo fine sono state considerate due ipotesi alternative di sviluppo metropolitano: quella di trend, e una seconda ipotesi di riequilibrio, che assume la limitazione della crescita delle grandi aree centro-settentrionali e la promozione dello sviluppo delle città minori del Sud — e due ipotesi alternative di ripartizione degli spostamenti fra strada e rotaia.]

BIANCHI RENZO: *Il Factoring e i problemi gestionali che comporta*, Cassa di Risparmio di Torino, Giappichelli, Torino, 1970, pagg. 305.

[Come è noto, in concreto il Factoring costituisce «una formula di amministrazione finanziaria e commerciale che, attraverso una cessione di crediti, consente al produttore di beni o servizi di trasferire ad economie esterne (*i factors*) [o agenti] la gestione e l'incasso

dei crediti, derivantigli dalle forniture eseguite, ed il rischio di eventuali insolvenze, fruendo in pari tempo di finanziamenti ed assistenze commerciali (informazioni, *marketing*) e legali».

L'A., dopo aver descritto i tipi di *factoring* in uso, le caratteristiche giuridiche dei relativi contratti, le tecniche seguite, le loro implicazioni per la gestione commerciale e finanziaria delle imprese e le convenzioni «interfactors» adottate nel commercio internazionale, dà un ampio quadro delle circostanze di fatto e dei casi concreti in cui si realizzano, nella realtà, le formule esaminate. Richiama inoltre l'attenzione sull'anacronismo di certi aspetti della nostra legislazione relativa alla cessione dei crediti e sugli aspetti negativi di una procedura fiscale onerosa e burocratica, lontana dall'assecondare le reali necessità di un *factor* remunerato con commissioni intorno al 2% e destinato, secondo la natura dell'istituto, a coprire il rischio di una vasta gamma di servizi.]

CAMERA DI COMMERCIO INDUSTRIA ARTIGIANATO AGRICOLTURA DI TORINO: *L'Economia torinese, Annuario generale 1969*, Voll. 2. Torino, AEDA Autori

Editori Associati, 1969, pagg. 483; 1700.

CAMPA GIUSEPPE: *Analisi degli effetti delle variazioni tributarie in Italia*,

A. Giuffrè, Milano, 1970, pagg. 163. Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma, Istituto di Economia e Finanza, Studi di Finanza Pubblica 15, Collana diretta da Cesare Cosciani.

[La Parte prima discute gli scopi ed i limiti dell'analisi, previo un breve cenno ai problemi di carattere generale che sono sorti in relazione al dibattito in corso in altri paesi (soprattutto Stati Uniti e Regno Unito) sull'efficacia (e sul come misurarla) degli strumenti fiscali a fini di stabilizzazione.

Nella Parte seconda viene tentata una stima degli effetti della manovra della spesa pubblica, dell'imposizione diretta sulle famiglie e di quella sulle imprese, dell'imposizione indiretta e della sicurezza sociale. In sostanza, si valutano gli effetti moltiplicativi sulla domanda al fine di avere almeno un'idea dell'ordine di grandezza delle differenze negli effetti sulla domanda stessa di diversi tipi di variazioni d'imposta.]

CASTRONOVO VALERIO: *Economia e società in Piemonte dall'unità al 1914*,

Milano, 1969, pagg. 413. Banca Commerciale Italiana. Studi e ricerche di storia economica italiana nell'età del Risorgimento.

[Anche la presente opera segue i lineamenti generali delle altre opere della collana storica patrocinata dalla Banca Commerciale Italiana. Il volume si divide in tre parti: «L'eredità del periodo cavouriano»; «Il costo della conversione al mercato nazionale»; «L'età del decollo».]

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS (CEMLA): *Aspectos financieros de las economías latinoamericanas*, 1968, México, 1969, pagg. 244.

[Il libro raccoglie articoli pubblicati dal 1963 in poi su problemi monetari e finanziari nel *Boletín Mensual* del Cemia (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos); tale sintesi è integrata da nuovi capitoli e sezioni elaborati nel 1969.]

CENTRO DI STUDI E DI RICERCHE ECONOMICO-SOCIALI DEL LAZIO: *Valutazione della spesa dei turisti stranieri presso gli esercizi commerciali e artigiani di Roma*, Roma, 1969, pagg. IX-88. Associazione regionale delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura del Lazio.

CIALFA EUGENIO: *La Calabria, il problema alimentare nel quadro delle condizioni agricole, economiche e sociali*, Roma, 1968, pagg. 268. Istituto Nazionale della Nutrizione, Roma - Città Universitaria; L'alimentazione del popolo italiano, Monografie regionali.

[L'opera esamina il «malessere economico» della Calabria (problemi di ordine economico, biologico e sociale) nelle sue connessioni con il «malessere alimentare» non ancora ampiamente documentato, ma che ha, secondo l'A., riflessi particolarmente negativi sulla vita di parte della popolazione della Regione.]

COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT (CED): *Economic Growth in the United States, A Statement on National Policy by the Research and Policy Committee*, New York, 1969, pagg. 56.

[La Relazione, che descrive lo sviluppo dell'economia degli Stati Uniti in una semplice e breve sintesi divulgativa, venne pubblicata, a cura di un gruppo di studiosi nel febbraio del 1958. Viene ora ripubblicata con i necessari aggiornamenti ed offre un quadro dell'evoluzione per lo più dal 1890 in poi, avanzando previsioni sino ad epoche diverse a seconda dei settori economici. La pubblicazione differisce da altri Rapporti redatti dal medesimo Comitato perché non suggerisce particolari direttive di politica economica, pur sottolineando l'efficacia o meno di quelle sinora seguite.]

CONFEDERAZIONE ITALIANA DEI SERVIZI PUBBLICI DEGLI ENTI LOCALI: *Annuario 1970. IX edizione*, Roma 1970, pagg. 415.

[L'«Annuario» richiama i principali dati relativi al 1968 confrontandoli con quelli del 1967. Parte prima: dati statistici; parte seconda: ripartizione delle aziende; parte terza: aziende ed enti associati; parte quarta: confederazioni e federazioni.]

COOMBES DAVID: *Politics and Bureaucracy in the European Community*, George Allen & Unwin Ltd., London, 1970, pagg. 343. Political and Economic Planning, London.

[L'opera è sostanzialmente dedicata all'esame di quell'organismo del tutto unico e particolare che è la Commissione della Comunità Economica Europea, i cui compiti e la cui organizzazione sono considerati nel contesto dei principi che reggono il Mercato Comune e tenendo presenti i problemi di struttura che potrebbero sorgere con l'entrata della Gran Bretagna nel MEC.]

CROCI WALFRIDO: *Prontuario del reddito effettivo dei titoli obbligazionari*, Siena, 1970, pagg. XXXIX-235. Monte dei Paschi di Siena.

DI VEZZA LUIGI e SEPI VALENTINO: *Contrattazione e dinamica dei salari nell'industria italiana*, Voll. I e II, Edizioni Ceres, Roma, 1970, pagg. 224; 344.

[Con riferimento al periodo più significativo del nostro sviluppo economico, quello che si apre con il 1960, l'opera fornisce un quadro particolareggiato delle esperienze e dei mutamenti strutturali della contrattazione nell'industria e un esame dell'andamento dei salari contrattuali, distinti per ogni contratto nazionale di categoria e per le singole qualifiche professionali.

La ricerca è preceduta da uno studio del Prof. Benedetto Barberi, che affronta il problema della definizione di una plausibile teoria realistica dei salari e dei conseguenti criteri con i quali condurre le rilevazioni statistiche di base.

Il Ceres si propone di pubblicare entro il marzo di ogni anno l'aggiornamento annuale dei dati; i quali saranno parzialmente forniti a cadenza trimestrale in un bollettino di prossima pubblicazione.]

EINZIG PAUL: *La teoria dinamica del cambio a termine*, Milano, 1970, pagg. 785. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Collana Internazionale di Saggi Monetari Creditizi e Bancari diretta dal Prof. Giordano Dell'Amore, N. 17.

GABURRO GIUSEPPE: *Funzione di produzione a rendimenti crescenti tendente alla omogeneità lineare*, Cedam, Padova, 1969, pagg. XIV-120. Università degli studi di Padova. Facoltà di Economia e commercio in Verona.

GAUDEMONT PAUL MARIE: *Précis de finances publiques. Tome deuxième. Les ressources publiques. Emprunt et impôt*, Editions Montchrestien, Paris, 1970, pagg. VII-530.

GEORGESCU-ROEGEN N.: *La Science Economique, ses problèmes et ses difficultés*, Paris, Dunod, 1970, pagg. 300. Collection du Centre d'Econométrie de la Faculté de Droit et des Sciences Economiques de Paris, Association Cournot dirigée par Henri Guitton, N. 9.

LIPSET SEYMOUR M.: *Studenti e Politica*, De Donato Editore, Bari, 1969, pagg. 487.

[L'istruzione è da tempo oggetto di approfondito interesse per le scienze sociali: studi sull'insegnamento, l'amministrazione, le finanze, le relazioni fra scuola e governi fanno ormai stabilmente parte della letteratura scientifica.

Un'attenzione relativamente scarsa — come avverte Seymour M. Lipset — è stata invece dedicata al ruolo degli studenti come forza dinamica di mutamento nell'istruzione e nella politica. Il volume fa la cronistoria di questi movimenti studenteschi e intende essere

un avvio allo studio delle forze che sono alla base dei comportamenti studenteschi in diversi paesi industriali ed in via di sviluppo e della loro importanza per i sistemi sociali in cui operano.]

MACCHIORO AURELIO: *Studi di storia del pensiero economico e altri saggi*, Feltrinelli, Milano, 1970, pagg. 855.

[Raccolta di scritti (saggi, «schizzi», recensioni, ecc.) che costituiscono nel volume altrettanti capitoli di un'opera che l'A. ha elaborato da venticinque anni in qua; capitoli che formano, in definitiva, una storia globale del pensiero economico (eccezione fatta per le dottrine economiche americane e la Scuola storica tedesca). L'A. in genere, anziché prospettare lo sviluppo storico del pensiero economico attraverso canoni di interpretazione posti dai problemi e dalle dottrine del presente (il presente come storia e principio di storiografia), mira a ricostruire le epoche in cui nacquero idee e si svilupparono correnti, teorie e personalità della scienza economica, utilizzando, oltreché opere dei massimi scrittori studiati, materiali di diversa natura e con altre destinazioni (romanzi, lavori filosofici e storici, scritti di etica, ecc.)]

MARCHESINI G. B.: *I crediti speciali. Problemi di sviluppo e di evoluzione*, Nuova Tecnica Grafica, Roma, 1969, pagg. 214.

[Tra le cause più importanti dell'accelerato ritmo di espansione che negli ultimi trenta anni ha caratterizzato l'andamento del sistema dei crediti a medio e lungo termine all'industria ed alle opere pubbliche, all'agricoltura ed alle attività edilizie, l'A. assegna notevole importanza agli effetti provocati da alcuni dei diversi fenomeni che hanno accompagnato l'evoluzione dell'economia italiana.

Il progresso tecnologico, l'applicazione dei moderni sistemi e metodi di vendita, lo sviluppo economico e l'introduzione di nuove tecniche di gestione hanno favorito l'accrescimento del rapporto tra capitali fissi e capitali circolanti negli investimenti d'impresa, e ciò, a sua volta, ha profondamente mutato le caratteristiche globali delle occorrenze finanziarie delle imprese.

Alla prevalenza delle immobilizzazioni nella struttura dei bilanci aziendali si è aggiunto un secondo fattore: la particolare evoluzione strutturale e funzionale dell'offerta complessiva di mezzi monetari. Rileva infatti l'A. che nel lungo periodo e in condizioni di relativa stabilità monetaria il volume della moneta scritturale tende ad espandersi, in tutti i paesi, ad un tasso inferiore a quello di incremento del risparmio del sistema economico, con l'ovvio risultato che il sistema di credito ordinario tende a diminuire progressivamente la sua partecipazione al trasferimento delle disponibilità finanziarie a vantaggio degli altri intermediari operanti nel mercato del credito.

Nel nostro Paese, poi, dopo la scomparsa della banca mista, a tale processo ha sensibilmente contribuito l'insufficienza e, per certi aspetti, l'inefficienza del mercato finanziario, l'azione stessa delle banche che convogliano ingenti aliquote dei propri mezzi al finanziamento degli istituti speciali, e, in particolar modo, l'intervento talvolta massiccio dello Stato.

Nella seconda parte del lavoro, l'A. analizza le modificazioni strutturali e funzionali avvenute nell'attività delle diverse istituzioni operanti a medio e lungo termine e gli effetti provocati dai pubblici poteri nell'attuazione dei programmi di politica economica. In questa parte, l'opera degli istituti speciali è inquadrata nell'ambito dell'insieme degli investimenti indirizzati ai diversi grandi settori di attività e, con una metodologia per quanto possibile uniforme, sono isolate le connesse più significative tendenze operative di

medio e lungo periodo. A tale proposito l'A. pone in evidenza come le caratteristiche di gestione, la situazione dei rispettivi mercati, lo stato delle regolamentazioni, la pluralità degli interventi pubblici e la progressiva importanza dei crediti agevolati abbiano variamente determinato l'evoluzione nella composizione delle operazioni di raccolta e di impiego, l'andamento territoriale e settoriale delle erogazioni creditizie, la provenienza dei fondi, i problemi di liquidità e di rischio e gli indirizzi delle scelte operative di ciascun gruppo di intermediari.]

PAZOS FELIPE: *Medidas para detener la inflacion cronica en America Latina*, México, 1969, pagg. 222. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

[Ripresa e aggiornamento di una Relazione che la Segreteria del Cemla presentò nel 1968. La Relazione si inizia con un'introduzione sull'inflazione cronica in Argentina, Brasile, Cile ed Uruguay. Segue l'esame dell'andamento delle principali variabili economiche e finanziarie (prezzi, produzione, occupazione, consumo, investimenti, bilancia dei pagamenti, finanza pubblica, salari, offerta e domanda di moneta) nel decorso delle inflazioni croniche. Sono infine descritte le politiche antinflazionistiche riguardanti gli anni più recenti nei quattro paesi considerati e sono discussi gli insegnamenti che possono emergere dalle esperienze fatte].

PERFETTI EMILIO: *L'imposta di registro*, Edizioni APE, Cosenza, 1969, pagg. 302.

[Seconda edizione aggiornata al 1968 della nota raccolta giurisprudenziale riguardante la secolare imposta. Le massime sono ordinate in modo cronologico, integrate dalle normali risoluzioni amministrative, decisioni e sentenze più rilevanti.]

*Politica (La) dell'abitazione in Italia. Atti della I sessione del Convegno di Studi organizzato dall'Istituto Nazionale di Architettura IN|Arch sotto il patrocinio del Ministero dei Lavori Pubblici. Roma - Palazzo Taverna - giugno 1968*, Milano, s.d., pagg. 475.

[Il volume contiene, fra l'altro, le quattro relazioni generali presentate al Convegno di Studi sulla politica dell'abitazione in Italia: a) CELSO DESTEFANIS: «Il ruolo dell'industria edilizia nel Programma Economico Nazionale»; b) CRESME, Centro ricerche economiche sociologiche e di mercato nell'edilizia: «Il finanziamento dell'edilizia residenziale»; c) ENRICO FATTINIANZI: «Continuità della produzione e continuità della domanda di abitazioni»; d) GIUSEPPE LISI e RINO PETRALIA: «I problemi dell'usato nell'edilizia.»]

*Problemi attuali dell'economia dei Paesi dell'Est (Seminario CESES di Tremezzo)*, A. Giuffrè, Milano, 1969, pagg. 311. Istituto di Scienze politiche dell'Università di Pavia. Quaderni della Rivista «Il Politico», n. 6.

[Il volume raccoglie le lezioni tenute a Tremezzo (Como) per il Seminario estivo internazionale (3-21 luglio 1967) su «I problemi attuali della pianificazione nell'Est europeo», promosso dal CESES (Centro studi e ricerche su problemi economico-sociali) di Milano, in collaborazione con l'Istituto di Economia Politica dell'Università di Pavia e con il Department of Economics dell'Università della Virginia.

Cinque relazioni generali: ALEXANDER BAJT: *Problemi attuali dell'economia della Jugoslavia*; ANDRZEJ BRZESKI: *Problemi attuali dell'economia della Polonia*; OLDŘICH KYN: *Problemi attuali dell'economia della Cecoslovacchia*; TIBOR LISKA: *Problemi attuali dell'economia dell'Ungheria*; PETER WILES: *Problemi attuali dell'economia dell'U.R.S.S.*]

SEIDENZAHL FRITZ: *100 Jahre Deutsche Bank 1870-1970*, Frankfurt am Main, 1970, pagg. 459. Deutschen Bank Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main.

[Redatto per incarico della Presidenza e della Direzione della Deutsche Bank, il volume narra le vicende della Banca lungo il corso del secolo collegandole a quelle della storia tedesca e della finanza internazionale. Contiene documentazione anche inedita e numerosi prospetti riassuntivi. Il capitolo ventiduesimo, ultimo del volume, è una sintesi della pubblicazione.]