

## Il sistema dei controlli monetari e creditizi in Francia (\*)

Questo articolo si propone di esaminare i controlli monetari e creditizi attuati in Francia e di porne in luce la logica e le implicazioni per gli obiettivi di crescita economica, di stabilità dei prezzi e di equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Pur presentando molti elementi di somiglianza con sistemi monetari e creditizi di altri paesi, il sistema francese si differenzia quanto a grado di « socializzazione » del credito e ad ampiezza di interventi diretti delle autorità in campo creditizio; semplici parallelismi possono quindi essere fuorvianti. Senza una precisa conoscenza di alcune caratteristiche fondamentali del quadro istituzionale francese, neppure gli effetti di misure tradizionali, come le operazioni di mercato aperto e la manovra del saggio di sconto, possono comprendersi appieno. Egualmente importante è tener conto della priorità assegnata dalle autorità francesi a misure di controllo qualitativo e dell'ampio spazio di manovra concesso a provvedimenti amministrativi che interferiscono con le libere forze del mercato finanziario.

L'approccio francese si basa sul riconoscimento della necessità di sottoporre a controlli il sistema finanziario a pro di obiettivi economici generali. Siffatto convincimento, nato durante gli anni dell'occupazione e della resistenza, sembra poggiare sia su una adesione convinta a un indirizzo di programmazione economica nazionale sia su un atteggiamento di cautela nei riguardi di banche e istituti finanziari in genere, giustificato da particolari vicende del passato (1).

(\*) Esprimo sentimenti di gratitudine al *Social Science Research Council* ed al *Center for International Comparative Studies of the University of Illinois* per il sostegno finanziario dato a questo studio. Sono grato altresì a Carl Alt, a Jan W. Karcz ed a Mark Wasserman per aver letto il dattiloscritto, fornendomi utili osservazioni critiche.

(1) Si veda: P. BERGER, *Le contrôle du crédit en France*, in « *Revue politique et parlementaire* », dicembre 1962, pp. 36-39; P. BESSÉ, *Le Conseil National du Crédit*, in « *Revue Economique* », n. 5, settembre 1951, pp. 578-80.

A scopo orientativo, si possono fissare i seguenti punti preliminari. a) Dal 1945 ad oggi, il sistema dei controlli monetari e creditizi ha assegnato un più alto grado di priorità alla distribuzione del credito che non al controllo della quantità di moneta. b) Allo scopo di favorire gli investimenti e di sostenere le esportazioni, il livello dei saggi d'interesse interni è stato deliberatamente tenuto al di sotto di quello che il mercato avrebbe imposto (2). c) Per grandi linee, il controllo dell'offerta di moneta e del credito a breve compete alla Banca di Francia; il controllo del credito a medio e lungo termine spetta al Ministero dell'Economia e delle Finanze (3), che sovrintende al sistema dei conti correnti postali, alla rete di uffici periferici del Tesoro, al bilancio governativo e al mercato dei capitali.

### 1. Offerta di moneta e di credito a breve termine: aspetti istituzionali

Nel 1945, con un'importante decisione volta a conferire al governo una salda presa sul sistema finanziario, il Parlamento francese nazionalizzò la *Banque de France* e le quattro principali banche commerciali (o di deposito) provviste di sportelli in tutto il territorio nazionale; al tempo stesso diede vita al *Conseil National du Crédit*, organo supremo di decisione in materia di moneta e di credito a breve termine, assicurando che in esso trovassero rappresentanza (oggi i membri sono 44) i diversi interessi economici del Paese (4). La presidenza di quest'organo spetta al ministro dell'economia e delle finanze, ma di regola funge da presidente effettivo il governatore della Banca di Francia, che riveste la carica di vice presidente. Gli altri membri sono esponenti del mondo del lavoro, dell'industria, dell'agricoltura e di alcuni dicasteri eco-

(2) Si veda P. BERGER, *Les taux d'intérêt en France*, in questa Rivista, dicembre 1964, p. 8.

(3) F. BLOCH-LAINÉ, *Pour une réforme de l'administration économique*, in « *Revue Economique* », novembre 1962, p. 877; P. BERGER, *Monnaie et marchés des capitaux à court terme*, Centre d'Etudes Supérieures de Banque, Les Cours de Droit, Parigi, 1965, pp. 104-09 e 129-34.

(4) Si veda *Central Banking Legislation, A Collection of Central Bank, Monetary and Banking Laws*, Vol. II, a cura di Hans Aufricht, International Monetary Fund, 1967, pp. 199-211, e *CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT, Vingt-deuxième Rapport Annuel*, Anno 1967, Annexe A, p. 17.

nomici. Il Direttore del Tesoro partecipa alle riunioni del Consiglio senza diritto di voto.

Per il tramite della Banca di Francia e della *Commission de Contrôle des Banques*, le direttive adottate dal Consiglio vengono comunicate all'*Association Professionnelle des Banques* o, in alternativa, all'*Association Professionnelle des Établissements Financiers*, le quali hanno il compito di portarle a conoscenza dei propri associati.

Per la legge francese, la denominazione di « banca » o « banchiere » è riservata « alle imprese o persone la cui attività abituale consista nel ricevere dal pubblico, sotto forma di depositi o altrimenti, fondi che poi impiegano per proprio conto in operazioni di sconto, in operazioni di credito o in operazioni finanziarie » (5). A seconda della natura delle operazioni la « banca » o il « banchiere » deve essere registrato presso il Consiglio nazionale del credito in una delle tre seguenti categorie: *banques de dépôts*, *banques d'affaires* e *banques de crédit à moyen et à long terme*. Solo per alcuni tipi di banche a speciale stato giuridico (banche popolari, casse di risparmio, associazioni agricole e professionali di credito) non è prescritta la registrazione, essendo esse sottoposte ad altro genere di controlli.

Le banche di deposito raccolgono depositi a vista e a termine, erogano prestiti a breve e a media scadenza (soprattutto mediante sconti cambiari), sottoscrivono e negoziano valori mobiliari e svolgono servizi bancari d'ogni genere. Fino al gennaio 1966 non potevano accettare depositi a risparmio con vincolo superiore ai due anni, mentre per le banche d'affari la facoltà di ricevere depositi vincolati per meno di due anni era circoscritta a una clientela molto ridotta. Oggi le banche di deposito possono accettare depositi di qualsiasi scadenza, mentre le banche d'affari possono ricevere depositi a vista o a breve termine da chiunque, ma in pratica continuano a servire una ristretta cerchia tradizionale di imprese e famiglie. Le banche di credito a medio e lungo termine non possono far prestiti con scadenza inferiore ai due anni, ma di fatto i loro prestiti hanno una durata tipica di oltre un quinquennio.

Alla fine del 1969, vi erano 191 banche di deposito (comprese cinque case di sconto), 18 banche d'affari e 28 banche di credito a

(5) Si veda l'art. 1 della Legge 13 giugno 1941 sulla disciplina della professione bancaria, in *Central Banking Legislation*, op. cit., p. 211.

medio e lungo termine (6). Per l'insieme delle banche sottoposte a registrazione il credito totale in essere alla stessa data ammontava a 162 miliardi di franchi, con 91 miliardi (56%) di pertinenza delle tre banche di deposito nazionalizzate, come si rileva dalla Tabella.

FINANZIAMENTI ALL'ECONOMIA FRANCESE DA VARIE FONTI<sup>1</sup>  
(fine 1969, miliardi di franchi)

I - Credito bancario . . . . .		213,07 <sup>2</sup>
Banche soggette a registrazione . . . . .	(162,36) <sup>3</sup>	
Sole banche nazionalizzate (91,0) <sup>5</sup> . . . . .		
Banche popolari . . . . .	(11,16) <sup>3</sup>	
Istituti di credito all'agricoltura . . . . .	(37,85) <sup>3</sup>	
Banque Française du Commerce Extérieur . . . . .	(1,70) <sup>3</sup>	
II - Intermediari finanziari speciali e Tesoro . . . . .		165,74 <sup>2</sup>
III - Società finanziarie . . . . .		18,55 <sup>2</sup>
a) sulla base di crediti bancari . . . . .	(11,49) <sup>3</sup>	
b) capitale e riserve . . . . .	(6,43) <sup>4</sup>	
c) valori di rettifica . . . . .	(0,63)	
IV - Banca di Francia (solo prestiti diretti) . . . . .		0,15 <sup>2</sup>
Totale . . . . .		397,51 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Esclusi i prestiti alle regioni e agli enti pubblici locali.

<sup>2</sup> CONSBIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-quatrième Rapport Annuel*, 1969, Annexe 78, p. 214.

<sup>3</sup> Op. cit., Annexe I, p. 55.

<sup>4</sup> Op. cit., p. 124.

<sup>5</sup> Stima tratta dal *Polks World Bank Directory*, settembre 1970.

L'Associazione professionale delle banche, alla quale ciascuna banca soggetta a registrazione deve aderire, funge — come si è accennato — da portavoce delle disposizioni adottate dalle autorità bancarie (Consiglio nazionale del credito, Banca di Francia e Commissione di controllo). Nei confronti delle banche nazionalizzate, l'ingerenza pubblica si manifesta anche con la nomina o con l'approvazione dei membri dei consigli d'amministrazione da parte del ministro dell'economia; inoltre la Commissione di controllo delle banche nomina in seno a ciascuna banca nazionalizzata un sindaco permanente, con diritto d'accesso a tutta la documentazione e a tutte le riunioni.

(6) Si veda CONSBIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-quatrième Rapport Annuel*, Anno 1969, p. 120.

Sulle banche d'affari con passività superiori a 20 milioni di franchi il controllo viene esercitato da un Commissario governativo, nominato dal ministro dell'economia e assistito da un Comitato di controllo di tre membri in rappresentanza dei lavoratori, dei datori di lavoro e del Governo. Il Commissario partecipa a tutte le riunioni del consiglio d'amministrazione e ha « diritto di veto su ogni decisione contraria all'interesse nazionale eventualmente adottata dal consiglio d'amministrazione, da comitati ristretti o dall'assemblea generale degli azionisti... Ha facoltà di proporre al consiglio d'amministrazione qualunque misura che ritenga d'interesse generale o che sia conforme alle aspirazioni o alle direttive del Consiglio nazionale del credito » (7). Un analogo commissario può essere assegnato anche alle banche o alle società finanziarie che siano sotto il controllo di banche d'affari.

L'autorità del Consiglio nazionale del credito si estende anche all'attività di ditte e individui impegnati in operazioni di mediazione, di credito a breve e medio termine, di cambio, di sconto, con garanzia di carta commerciale o di titoli governativi (8). Alla fine del 1969 si contavano 446 aziende di questo tipo (9), con prestiti per soli 18,55 miliardi di franchi, per due terzi (11,49 miliardi) finanziati da banche (Tab.). Per far giungere ad esse le proprie decisioni, il Consiglio nazionale del credito si vale della Commissione di controllo delle banche e dell'Associazione professionale delle imprese e istituzioni finanziarie.

Nel sistema di controlli sulla moneta e sul credito a breve termine la Banca di Francia occupa una posizione chiave (10). Basti ricordare che il Governatore della Banca di Francia è vice presidente e di solito presidente di fatto del Consiglio nazionale del credito, nonché presidente permanente della Commissione di controllo delle banche.

Vi sono poi numerose istituzioni di natura semi-pubblica che svolgono attività bancaria e creditizia non dissimile da quella delle banche soggette a registrazione. Si tratta di banche popolari, di casse per il credito agricolo e per il credito cooperativo e della

(7) Si veda la Legge del 2 dicembre 1945, Titolo IV, Art. 11, in *Central Banking Legislation*, op. cit., p. 203.

(8) Si veda la Legge del 13 giugno 1941 relativa alla disciplina della professione bancaria, in *Central Banking Legislation*, op. cit., p. 218.

(9) CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-quatrième Rapport Annuel*, Anno 1969, p. 123.

(10) P. BERGER, *Monnaie et marchés de capitaux à court terme*, op. cit., pp. 104-09.

*Banque Française du Commerce Extérieur*. Questi istituti sono sottoposti al diretto controllo governativo e devono per lo più attenersi alle disposizioni vigenti per le banche soggette a registrazione. Il loro contributo al credito in essere alla fine del 1969 può essere desunto dalla Tabella.

## 2. Credito a medio e lungo termine: erogazione e controllo

Nella distribuzione e nel controllo del credito a medio e lungo termine (11), l'autorità dominante è, in seno al Governo, il ministro dell'economia e delle finanze; forte è anche l'influenza del *Commissariat Général du Plan*; un certo margine di discrezionalità spetta poi ai vari organismi finanziari pubblici e semi-pubblici con specifici ambiti operativi. Degli strumenti di cui il Governo dispone per controllare la distribuzione del credito a medio e lungo termine fanno parte i programmi di prestito, sussidi ed esenzioni fiscali del bilancio statale, l'obbligo di depositare presso il Tesoro le disponibilità liquide delle amministrazioni locali e governative e del sistema postale, il controllo sull'impiego dei fondi raccolti dalle casse di risparmio e accentrati nella *Caisse de Dépôts et Consignations*, il controllo sulle emissioni nel mercato dei capitali. Questi controlli di carattere interno sono stati integrati da controlli sui movimenti di capitali con l'estero, particolarmente rigorosi negli ultimi anni.

Lo stimolo governativo agli investimenti si manifesta nella forma di erogazioni a fondo perduto o di prestiti del *Fonds de Développement Economique et Social* (12), sorto dalla fusione di organismi precedentemente impegnati nella distribuzione di fondi statali. Il suo consiglio d'amministrazione, composto dai più elevati funzionari governativi e rappresentanti di vari organismi finanziari, approva ogni anno i programmi d'investimento delle industrie nazionalizzate (gas, elettricità, carbone, ferrovie, ecc.), da finanziare con apporti pubblici e privati; coordina inoltre e incoraggia gli investimenti in altri settori in armonia con il piano di sviluppo nazionale.

(11) J. DONY, A. GIOVINETTI, B. TIBI, *L'État et le financement des investissements privés*, Ed. Berger-Levrault, Parigi, 1969, pp. 90-99.

(12) J. DONY, A. GIOVINETTI, B. TIBI, op. cit., pp. 95-102.

A parte le erogazioni dirette del FDES, la partecipazione statale agli investimenti si realizza per il tramite di vari istituti pubblici e semi-pubblici, tra i quali prevalgono la *Caisse des Dépôts et Consignations*, il *Crédit National* (per i crediti a lungo termine all'industria e al commercio), il *Crédit Foncier* e la *Caisse Nationale des Marchés de l'État* (credito a medio termine a imprese pubbliche). Il *Crédit National* e il *Crédit Foncier* operano in due modi: appongono il proprio avallo su operazioni di prestito a medio termine concesse dal sistema bancario, rendendole così automaticamente riscontabili presso la Banca di Francia; erogano direttamente prestiti con fondi ottenuti dall'emissione di obbligazioni o da risconti presso la *Caisse de Dépôts et Consignations*.

La CDC è uno dei principali intermediari del sistema finanziario francese (13). I suoi fondi provengono principalmente dalla raccolta delle casse di risparmio pubbliche e cooperative (14). E' inoltre la depositaria dei fondi liquidi del sistema di sicurezza sociale. Fino al 1945 la principale forma d'impiego della CDC era costituita dal debito governativo a lungo termine, che però per effetto dell'inflazione ha perso via via importanza. Oggi la sua principale attività consiste nel finanziamento dell'edilizia residenziale e delle amministrazioni locali; concede inoltre prestiti ad imprese industriali pubbliche e miste, e acquista loro obbligazioni e, talvolta, anche azioni. Di notevole importanza è altresì la funzione svolta dalla CDC come erogatrice di prestiti e risconti ad istituti finanziari come il *Crédit National* ed il *Crédit Foncier*. Fino a poco tempo addietro era poi richiesto il benessere della CDC per l'ammissibilità al risconto presso la Banca di Francia dei prestiti bancari a medio termine.

Né il Tesoro, né alcuno dei suoi cosiddetti « correspondants » tiene fondi presso le banche di deposito; le somme liquide disponibili vengono invece depositate presso la Banca di Francia, direttamente oppure per il tramite di un conto intermedio presso il Tesoro (come nel caso delle amministrazioni locali e del sistema di giroconti delle Poste). Questa disciplina e la regolazione dei

(13) *Ibidem*, pp. 95-102.

(14) Le casse di risparmio devono per legge ridepositare presso la CDC i fondi raccolti tra il pubblico. Fino al 1967 anche le società di assicurazione ed i fondi pensione erano tenuti a tenere presso la CDC le disponibilità liquide; poi è stato loro consentito di investirele direttamente sul mercato monetario, dirottando così in favore del sistema bancario una parte dei mezzi che fluivano nel circuito chiuso del Tesoro.

flussi creditizi attuata in conformità con la politica economica governativa da luogo al cosiddetto fenomeno del « circuito del Tesoro », che ha molta importanza per la politica monetaria e per quella creditizia (15).

Si ha passaggio netto di fondi dal sistema delle banche commerciali al circuito del Tesoro ogni volta che i depositanti bancari accreditano somme su conti postali di giro, pagano imposte, acquistano titoli governativi di nuova emissione o portano risparmi alle casse di risparmio. Gran parte di questi fondi vengono prontamente rimessi in circolazione dal governo con erogazioni di spesa e di prestito o in altri modi; ma il sistema bancario può subire perdite nette di liquidità a causa di scompensi temporali, o di eventuali decisioni dei *correspondants* del Tesoro di accrescere i loro livelli di liquidità oppure di spostamenti permanenti nelle abitudini di risparmio o di pagamento della popolazione in favore del circuito del Tesoro. Ogni deflusso di liquidità dal settore bancario al circuito del Tesoro deve essere sistemato con trasferimenti di depositi sui conti tenuti presso la Banca di Francia, cioè con operazioni che incidono sulla base monetaria. E' questo un esempio delle implicazioni che ha il circuito del Tesoro per la politica monetaria.

Più complesse sono le implicazioni di tale circuito per la politica creditizia e per le interazioni tra politica creditizia e politica monetaria. In particolare, l'idoneità al risconto (presso la CDC, il *Crédit Foncier*, il *Crédit National* e la Banca di Francia) concessa ai prestiti bancari a medio termine è uno dei punti più deboli del controllo della banca centrale sull'offerta di moneta. Questo aspetto sarà considerato più avanti.

La politica di erogazione di crediti attuata dal Tesoro e dagli altri organismi che costituiscono il circuito del Tesoro va vista in relazione agli obiettivi generali fissati dal piano economico nazionale. Il volume del credito in essere alla fine del 1969 è indicato nella Tabella in 165,74 miliardi di franchi; questa somma, pur superiore al volume di credito erogato dalle banche soggette a registrazione, è tuttavia una sotto-stima, poiché non comprende i pre-

(15) F. BLOCH-LAINÉ e P. DE VOGÜE, *Le phénomène du circuit*, in *Le Trésor public et le mouvement général des fonds*, PUF, Parigi, 1960, pp. 271-83; P. BERGER, *Monnaie et marchés de capitaux à court terme*, op. cit., pp. 129-34; M. WALTHER, *Problèmes de trésorerie rencontrés par les banques françaises*, in « Revue de Science Financière », aprile-giugno 1965, pp. 244-45.

stiti alle amministrazioni pubbliche locali; i quali figurano nel bilancio della CDC a fine settembre 1969 per un importo di 37 miliardi di franchi (16).

I saggi d'interesse dei prestiti finanziati dal circuito del Tesoro sono di norma inferiori a quelli bancari; sono anche meno sensibili, al pari del volume globale dei fondi distribuiti attraverso il « circuito del Tesoro », agli andamenti del mercato e pertanto più stabili (17). La disponibilità di fondi per il circuito del Tesoro viene assicurata in parte dalla canalizzazione obbligatoria di flussi di risparmio, in parte dal trattamento fiscale preferenziale accordato ai depositi e ad altri titoli di debito del Tesoro e dei suoi *correspondants*, in parte dalle operazioni di sconto che la Banca di Francia concede in ultima istanza per il circuito del Tesoro e i suoi clienti quando le altre fonti si rivelano insufficienti.

Queste forme di compenetrazione tra politica monetaria e politica creditizia e tra sistema bancario e circuito del Tesoro devono essere tenute in particolare evidenza per ben comprendere la politica monetaria francese e la condotta della banca centrale.

### 3. Strumenti generali della politica monetaria e creditizia

In Francia, non diversamente che in altri paesi, l'offerta di moneta può definirsi come la somma della moneta legale in circolazione e dei depositi a vista, con l'eventuale aggiunta dei depositi a risparmio e vincolati. In siffatti sistemi le riserve del sistema bancario sono rappresentate da moneta legale e da crediti a vista verso la banca centrale. Regolando le condizioni per la formazione di queste ragioni di credito, la banca centrale influenza la condotta delle banche commerciali e di conseguenza l'offerta di moneta.

Il volume dei crediti del sistema bancario verso la banca centrale dipende, oltre che dall'iniziativa delle autorità monetarie, dalla domanda di moneta da parte del pubblico, dalle condizioni di avanzo o disavanzo del bilancio statale, dalle ripercussioni che ne derivano sul finanziamento governativo e sulla gestione del debito pubblico, nonché dalle condizioni della bilancia dei paga-

(16) *Journal Officiel de la République Française*, 8 gennaio 1970, p. 352.

(17) S. GUILLAUMONT-JEANNENEY, *Politique monétaire et croissance économique en France, 1950-1966*, Librairie Armand Colin et Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1969, pp. 118-121.

menti, secondo che provochi afflussi o deflussi netti di valute straniere. Pur consapevole dell'importanza e complessità di queste varie influenze, il nostro esame si concentrerà sugli strumenti e sulle politiche della banca centrale.

Di solito sono considerati strumenti « generali » (cioè non selettivi) della politica della banca centrale il sconto, le operazioni di mercato aperto e le riserve obbligatorie. Questa impostazione sarà seguita anche da noi — con l'avvertenza però che tanto il sconto quanto le riserve obbligatorie si prestano ad essere usati, e di fatto vengono usati dalla Banca di Francia, con finalità selettive.

Un punto è di importanza fondamentale per comprendere i vari indirizzi seguiti dalla Banca di Francia per regolare l'offerta di moneta: dalla fine della seconda guerra mondiale, il saggio ufficiale di sconto (o meglio, l'insieme dei vari saggi di sconto) non è mai stato portato ad un livello talmente elevato da impedire che la domanda di credito causasse un'espansione dell'offerta di moneta troppo rapida per una ragionevole stabilità del livello generale dei prezzi (18). Sprovista dello strumento dell'interesse per la regolazione dell'offerta di moneta, la Banca di Francia ha dovuto far affidamento su una serie di espedienti, quali i rapporti di riserva per gli attivi bancari, i limiti massimi delle linee primarie di sconto, mutamenti delle definizioni e procedure per il preventivo benessere alla carta ammissibile al sconto, massimali per il credito concedibile da banche e da altri istituti finanziari. L'esistenza poi di carta privilegiata ammessa senza limitazioni al sconto (*hors plafond*), come quella relativa ai crediti a medio termine per l'acquisto di macchinari e per l'esportazione, ha sempre aperto una via di parziale neutralizzazione delle misure restrittive adottate dalla Banca di Francia. Solo i massimali imposti al volume dei crediti sono esenti da questo difetto; ma presentano altri notevoli svantaggi.

*La politica del sconto* (19). Finché le operazioni di mercato aperto, per effetto di provvedimenti recenti, non hanno assunto

(18) R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, *Rapport demandé, par décision en date du 6 décembre 1968*, Parigi, 6 aprile 1969, pp. 4 e 9; P. BERGER, *Les taux d'intérêt en France*, op. cit., p. 8; *Les instruments de la politique monétaire en France* (documento redatto dalla Banca di Francia per la Commissione monetaria della C.E.E.), ottobre 1968, p. 30.

(19) *Les instruments de la politique monétaire en France*, op. cit., pp. 32-35 e 44-46.

crescente importanza, il risconto è stato il principale mezzo di regolazione della liquidità delle banche. Per legge, le facilitazioni di risconto della Banca di Francia sono accessibili a « qualunque membro del pubblico », ma in pratica solo le banche soggette a registrazione e le ricordate istituzioni finanziarie (pubbliche e semi-pubbliche) se ne avvalgono. Ad ogni banca è assegnato un limite massimo di risconto (il cosiddetto *plafond de réescompte*). Questi « massimali » sono stati ridotti dalle autorità in varie occasioni, ad esempio nel 1951, nel 1956 e nell'ottobre 1970, aprendo però provvisorie vie di finanziamento supplementare a saggi di interesse più elevati del saggio ufficiale. Dopo i disordini del maggio-giugno 1968, i « massimali » sono stati temporaneamente accresciuti del 20% per aiutare l'economia; sono poi stati riportati nell'ottobre 1968 al livello precedente.

Dal 1951 sono disponibili possibilità di rifinanziamento supplementare e temporaneo (*en pension*, o con « patto di riacquisto ») ad un costo superiore al saggio ufficiale di sconto. Fino al dicembre 1967, era stato usato a questo fine principalmente il canale del risconto, e cioè il sistema di due fasce *extra plafond* a tassi progressivamente maggiorati (i cosiddetti *enfer* e *super-enfer*). Dal dicembre 1967 il credito d'emergenza è stato concesso solo con operazioni di mercato aperto — con patti di riacquisto (*en pension*) ad un saggio maggiorato del 2½ per cento rispetto al saggio ufficiale. Questa via è stata poco usata dalla Banca di Francia, che preferisce ricorrere ad operazioni di mercato aperto a saggi variabili, oscillanti attorno al saggio ufficiale di sconto.

Sono ammessi al risconto gli effetti commerciali rispondenti ai requisiti prescritti. Possono inoltre essere riscontati *hors plafond*, al saggio ufficiale, gli effetti rappresentanti prestiti a medio termine destinati al finanziamento dell'edilizia residenziale, dei macchinari industriali, di operazioni d'esportazione e di ammasso del grano. I prestiti a medio termine per essere ammessi al risconto devono essere provvisti di girata di un istituto finanziario specializzato (*Crédit National*, *Crédit Foncier*, CDC, ecc.) e preventivamente approvati dalla Banca di Francia; la maggior parte di essi, prima di giungere alla Banca di Francia, è già stata oggetto di sconto presso istituti finanziari pubblici come il *Crédit National*, il *Crédit Foncier* e la CDC. Per i Buoni del Tesoro ad emissione continua (*Bons du Trésor sur formule*) è stato adottato un saggio di sconto privilegiato, inferiore persino al saggio ufficiale base.

L'esenzione per i crediti a medio termine (per l'edilizia, le attrezzature industriali, le esportazioni, gli ammassi) dai limiti massimi di risconto assegnati alle singole banche ha una giustificazione in certi obiettivi della politica economica. In pratica questi crediti privilegiati sono però diventati i canali di risconto attraverso i quali si è venuto a creare un eccesso di liquidità bancaria e di offerta di moneta in rapporto alla politica di bassi tassi d'interesse perseguita dalle autorità. In breve, le autorità si sono astenute dall'usare in modo efficace i saggi d'interesse della banca centrale per razionare il credito e controllare l'espansione dei crediti e depositi delle banche commerciali. Esse hanno preferito ricorrere a due altri metodi di razionamento non basati sul prezzo del danaro: in primo luogo hanno posto dei limiti all'obbligo della banca centrale di accettare al risconto titoli di debito del Tesoro e crediti a medio termine non contemplati in accordi preventivi; in secondo luogo, hanno imposto alle banche l'obbligo di mantenere determinate attività di riserva per congelare titoli governativi e privati altrimenti ammissibili al risconto.

Oggi i *crediti a medio termine* sono di diritto riscontabili se portano tre firme e se vengono presentati alla banca centrale da uno degli istituti finanziari specializzati, pubblici o semi-pubblici. In pratica la terza firma viene apposta da uno di questi istituti; a condizione però che i prestiti siano del tipo contemplato dal programma economico nazionale per facilitare l'acquisto di attrezzature industriali o l'attuazione di progetti di modernizzazione. L'ammissibilità al risconto è di norma concessa, caso per caso, all'atto in cui le banche commerciali accordano il prestito (20). I criteri che presiedono alla concessione della firma di girata sono stati a più riprese modificati per tener conto dell'andamento delle condizioni creditizie generali; ma il volume complessivo dei crediti presentati al risconto si è sempre mantenuto eccessivo rispetto all'esigenza di stabilità monetaria.

Nel 1958 la Banca di Francia è stata esonerata dall'obbligo di scontare passivamente a tasso prestabilito qualunque quantità di Buoni del Tesoro e di altri titoli del Tesoro con scadenza inferiore a tre mesi le fosse stata presentata. Nel dicembre 1960 lo sconto di siffatta carta a breve termine è stato regolato da accordi preventivi. Ma una varietà di fattori (esiguità del rendimento dei

(20) *Ibidem*, pp. 54-55.

Buoni ceduti alle banche con emissioni continue, obbligo imposto alle banche di conservare tali titoli in portafoglio nei limiti del cosiddetto *plancher*, condizioni di quasi equilibrio nel bilancio pubblico) ha poi molto ridotto l'importanza, come strumento riscontabile, dei Buoni del Tesoro dei portafogli bancari. Dal 1969 la Banca di Francia acquista questi titoli con operazioni di mercato aperto a saggi di rendimento autonomamente prescelti in armonia con la linea di politica monetaria seguita. I titoli del Tesoro possono altresì essere utilizzati dalle banche come garanzia di anticipazioni passive concesse dalla Banca di Francia ad un costo che supera di  $1\frac{1}{2}$  punti il saggio ufficiale di sconto.

*Riserve obbligatorie.* Fin dal 1945 le banche francesi sono state assoggettate a tre tipi di riserve obbligatorie. La prima, denominata *plancher du Trésor*, fu istituita il 1° ottobre 1948 ed impose alle banche di mantenere in portafoglio un volume di titoli governativi pari almeno al 95% dei titoli posseduti alla data del 30 settembre precedente e di investire in titoli del genere il 20% dell'incremento dei depositi da quella data in poi (21). Scopo di questa norma era evitare la monetizzazione del debito governativo in un periodo di elevati disavanzi correnti del bilancio pubblico; monetizzazione che le banche erano state in grado di realizzare sia con l'illimitata facoltà di accesso al risconto della banca centrale, sia non rinnovando i titoli del Tesoro che giungevano a maturazione. Il *plancher* era, d'altra parte, un canale di finanziamento del Tesoro ad un costo inferiore di circa 2 punti percentuali ai tassi correnti sul mercato. Successivamente, in seguito all'introduzione di un *coefficient de trésorerie* ed all'assestamento delle finanze governative, il *plancher* è stato progressivamente ridotto; nel 1967 è stato definitivamente abolito.

Un secondo rapporto di riserva, il *coefficient de trésorerie*, fu istituito nell'ottobre 1960 con decorrenza dal successivo gennaio 1961 (22), con lo scopo principale di restringere il volume dei crediti a medio termine provvisti di facoltà di risconto che le banche potevano presentare al risconto presso la banca centrale. In sintesi, le banche dovevano mantenere un certo ammontare minimo di attività liquide a fronte delle passività di deposito. Le

(21) P. BERGER, *Le contrôle du crédit en France*, op. cit., pp. 43-44.

(22) *Les instruments de la politique monétaire en France*, op. cit., pp. 38-39.

«attività liquide» utilizzabili per il coefficiente di tesoreria erano le seguenti: a) fondi di cassa, inclusi il contante e i depositi a vista presso il Tesoro, il sistema postale e la Banca di Francia; b) crediti a medio termine ammissibili al risconto, effetti per l'ammasso del grano e crediti all'esportazione riscontabili. In aggiunta, potevano essere conteggiati anche i titoli a breve termine del Tesoro immessi nel *plancher du Trésor*. Il coefficiente di tesoreria ebbe l'effetto di congelare una parte delle attività bancarie che si sarebbero prestate al risconto automatico.

Il *coefficient de trésorerie*, all'inizio fissato nel 30% del totale dei depositi, fu poi gradualmente aumentato fino al 36% nel maggio 1963; a tale livello si mantenne fino al gennaio 1966, allorché fu ridotto al 35%. In certe circostanze fu anche momentaneamente abbassato per aiutare a fronteggiare tensioni di fine mese del mercato monetario.

Infine, nel gennaio 1967 è stato introdotto per la prima volta un sistema di riserve obbligatorie minime sotto forma di depositi infruttiferi presso la Banca di Francia (23). Con l'occasione, sia il *plancher du Trésor* sia il coefficiente di tesoreria sono stati aboliti e sostituiti dal cosiddetto *coefficient de retenue*, che è una percentuale minima, rispetto ai depositi, di effetti riscontabili rappresentativi di crediti a medio termine (24). Di nuovo, scopo del provvedimento è stato quello di «congelare» negli attivi bancari una parte degli effetti ammissibili al risconto e di limitare quindi il ricorso al risconto (al tasso d'interesse base) oltre i limiti massimi assegnati alle singole banche. Con l'introduzione del nuovo coefficiente, due categorie di effetti, che prima venivano inclusi nel *coefficient de trésorerie*, sono ridiventate liberamente riscontabili al di fuori dei limiti di risconto; si tratta dei crediti a breve termine (meno di due anni e, da qualche tempo, meno di 18 mesi) all'esportazione e degli effetti d'ammasso garantiti dall'Ufficio dei cereali.

Allorché venne introdotto, il *coefficient de retenue* fu considerato come una misura di transizione tra l'abolito *coefficient de trésorerie* e il nuovo sistema di riserva obbligatoria sotto forma di depositi infruttiferi presso la Banca di Francia. Sembra che le autorità fossero convinte che il sistema di riserva obbligatoria

(23) *Ibidem*, pp. 38-43.

(24) *Ibidem*, pp. 46-48.



avrebbe avuto un'efficacia tale da rendere superfluo il blocco obbligatorio di parte degli attivi bancari. In realtà le cose sono andate diversamente (25). Il *coefficient de retenue*, in un primo tempo gradualmente ridotto dal 20% iniziale al 13% (luglio 1968), ha dovuto poi essere aumentato tre volte, l'ultima delle quali nell'aprile 1970, allorché il suo livello è stato fissato al 16%.

L'insufficienza del sistema di riserve obbligatorie (depositi presso la Banca di Francia) è legata alla natura stessa del sistema francese di controlli monetari e creditizi. Queste riserve, al pari delle operazioni di mercato aperto, costituiscono freni efficienti all'espansione del credito bancario solo se alle banche è tolta la possibilità — da considerazioni di costo o da disposizioni tassative — di neutralizzare aumenti della riserva obbligatoria o effetti restrittivi delle vendite di mercato aperto mediante ulteriori operazioni di sconto di carta « stanziabile ». In Francia il saggio ufficiale di sconto è tenuto ad un livello troppo basso per avere efficacia dissuasiva, e i canali di sconto privilegiati sono tenuti aperti per finalità considerate prioritarie. Di conseguenza, un aumento della riserva obbligatoria si traduce semplicemente in un accresciuto ricorso al sconto da parte delle banche, che abbiano a disposizione effetti « stanziabili ». In siffatto contesto, il *coefficient de retenue* ha la funzione di congelare l'eccesso degli effetti già in portafoglio, consentendo che gli effetti a sconto garantito di nuova creazione possano beneficiare del loro status privilegiato — e ciò al fine di favorire la concessione di crediti giudicati prioritari a tassi d'interesse preferenziali.

A partire dal 1° aprile 1971, le banche francesi sono state assoggettate ad una riserva obbligatoria liquida calcolata in percentuale sia dei crediti sia dei depositi. Secondo le dichiarazioni ufficiali, l'imposizione di una riserva distinta a fronte dei crediti in essere è fondata sul presupposto che essa offra una più diretta possibilità di controllo dell'espansione creditizia, considerata fattore determinante del processo di creazione monetaria (26).

*Politica di mercato aperto.* In Francia, il mercato monetario sul quale la Banca di Francia interviene con operazioni di mer-

(25) BANQUE DE FRANCE, *Compte rendu des opérations, Exercice 1969*, Parigi, giugno 1970, p. 33.

(26) CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-cinquième Rapport Annuel*, Anno 1970, pp. 1-14.

cato aperto è un mercato ristretto cui partecipano esclusivamente banche, società finanziarie, intermediari finanziari pubblici e semi-pubblici e, in qualche misura, società d'assicurazione e fondi pensione (27). Può essere all'incirca assimilato al mercato dei *Federal funds* degli Stati Uniti. La Banca di Francia limita i propri interventi alle seguenti categorie di titoli: emissioni a breve termine del Tesoro, *effets de mobilisation* (cambiali a breve termine emesse all'ordine di una banca previa costituzione in garanzia di altri effetti liquidi) cui la Banca di Francia ha riconosciuto l'ammissibilità al risconto fin dal loro sorgere, effetti incondizionatamente garantiti dalla *Caisse Nationale des Marchés de l'État* e cambiali a vista emesse dalla *Société Nationale des Chêmins de Fer*. Se il flottante di questi titoli è giudicato troppo scarso, la Banca di Francia di propria iniziativa acquista carta commerciale ad un tasso superiore al tasso ufficiale di sconto. Durante il biennio 1968-69, ad esempio, di fronte a un forte drenaggio di liquidità bancaria in conseguenza di ingenti deflussi di valuta e di una crescente domanda di moneta da parte del pubblico, le operazioni d'acquisto sul mercato aperto (*en pension*) vennero estese agli effetti commerciali e anche a tipi di carta tecnicamente inidonei al risconto.

Dal 1968 la Banca di Francia persegue una politica di sviluppo delle operazioni di mercato aperto, nell'intento soprattutto di conferire ai propri interventi per il finanziamento del sistema bancario una flessibilità di tassi superiore a quella consentita dallo strumento del risconto (in gran parte legato a categorie privilegiate di effetti). In questo senso ha agito da stimolo il mercato delle euro-valute.

#### 4. Strumenti diretti e selettivi

In anni recenti le autorità francesi hanno fatto uso di una serie di strumenti di controllo diretto e selettivo per integrare i più generali strumenti sopra ricordati. Si tratta dei controlli sui tassi passivi ed attivi applicati dalle banche e da altri istituti finanziari, della regolazione dei tassi d'interesse dei titoli governativi, della fissazione di limiti massimi (annuali o mensili) per l'espansione del credito ban-

(27) *Les instruments de la politique monétaire en France*, op. cit., pp. 48-52; R. MARJOLIN, J. SADRI, O. WORMSER, op. cit., pp. 79-80.



cario, del riesame diretto amministrativo degli sconti e dei prestiti ai maggiori operatori, del controllo delle emissioni mobiliari private sul mercato dei capitali, della disciplina del credito rateale, dei controlli sui movimenti internazionali di capitali e sui prezzi. Inoltre, gli intermediari finanziari pubblici e semi-pubblici come la CDC, il *Crédit Foncier*, il *Crédit National*, sono direttamente sottoposti a controlli amministrativi per quanto concerne le politiche di prestito, di sconto e di avallo.

Forse il più preciso di questi controlli diretti è quello che la Banca di Francia esercita sui crediti bancari che le banche intendono rendere ammissibili al risconto (28). A tal fine, le banche devono fornire alla Banca di Francia, *allorché è in corso la procedura di concessione del prestito*, ampie informazioni sul prestito e sul richiedente. Di norma, se la Banca di Francia nega la sua approvazione, anche la banca interessata si rifiuta di perfezionare il prestito. Fino al giugno 1969 vi era inoltre l'obbligo per tutte le banche di ottenere il *preventivo benessere* della Banca di Francia per ogni concessione di prestito ad aziende che risultassero, col prestito in oggetto, complessivamente indebitate verso il sistema bancario per più di 10 milioni di franchi (29). Nel giugno 1970 l'obbligo del benessere preventivo è stato abolito e sostituito da un sistema di notificazione *ex post* per tutti i prestiti che portano l'indebitamento dell'azienda beneficiaria al di sopra di 25 milioni di franchi. In tal modo la Banca di Francia è in grado di esercitare una supervisione diretta piuttosto minuziosa sulla consistenza e sulle condizioni dei prestiti bancari alle imprese che maggiormente ne fanno uso e quindi di far in modo che essi siano conformi alla politica economica generale. Un'altra misura di controllo impone alle banche di notificare ogni mese al *Service Central des Risques*, istituito presso la banca centrale, il volume totale dei crediti a breve termine in essere nei confronti di società o individui che risultino complessivamente indebitati per più di 100.000 franchi (30). Le banche possono essere chiamate dalla Banca di Francia a render conto di ciascuno dei prestiti in tal modo censiti. Oggi, ben l'85% del credito bancario in essere è soggetto alle rilevazioni

(28) *Les instruments de la politique monétaire en France, op. cit.*, pp. 52-55.

(29) *Ibidem*.

(30) *Ibidem*, pp. 52-55; CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-et-unième Rapport Annuel*, Anno 1966, pp. 34-36.

della Centrale dei rischi, che è quindi un'utilissima fonte d'informazione per il Consiglio nazionale del credito ai fini dell'attuazione di una politica creditizia coerente con la politica economica del Paese.

L'imposizione di limiti massimi al tasso d'espansione del credito bancario (31) venne decretata nel febbraio 1958, poi sospesa, di nuovo introdotta nel settembre 1963 e poi ancora una volta sospesa nel giugno 1965. Riattivato nel novembre 1968, il sistema dei massimali è rimasto in vigore fino all'ottobre 1970. Nel fissare il tasso di espansione del credito bancario, la Banca di Francia ha talvolta esentato dal vincolo le categorie di interesse prioritario, rappresentate dal credito all'esportazione e dal credito a medio termine agli investimenti e alle costruzioni; in altre occasioni ha consentito alle medesime categorie un tasso d'espansione superiore a quello fissato per gli altri crediti (32).

La regolazione dei tassi d'interesse attivi e passivi è un'altra forma di controllo diretto molto impiegata in Francia. Sono praticamente sottoposti a regolazione, in via formale o informale, tutti i principali saggi d'interesse bancario sui depositi e sui prestiti, sui crediti a breve e medio termine erogati, oltre che dalle banche, dagli altri istituti finanziari, sulle operazioni del mercato monetario e sui titoli governativi in genere, sui vari tipi di risparmio, sui prestiti d'interesse nazionale concessi dagli intermediari finanziari pubblici e semipubblici. L'unica importante eccezione è rappresentata dai depositi a risparmio di rilevante importo (non meno di 100.000 franchi) per i quali i tassi d'interesse possono essere liberamente contrattati; questa concessione mira ad ostacolare deflussi di fondi verso il mercato del *leurodollaro* attraverso eventuali « *leads and lags* » e altre possibilità di aggiramento delle disposizioni valutarie. Sono stati esonerati dalle limitazioni sui tassi d'interesse anche i depositi vincolati e i certificati non-negoziabili di deposito con scadenza superiore all'anno, nell'intento di attirare i risparmiatori verso queste forme di deposito a vincolo protratto.

I tassi d'interesse sui prestiti bancari sono formalmente liberi, ma le tre banche nazionalizzate seguono « indicazioni ammini-

(31) *Les instruments de la politique monétaire en France, op. cit.*, pp. 56-57. L'autorità della Banca di Francia in proposito, inizialmente circoscritta alle sole « banche soggette a registrazione », è stata estesa anche alle banche specializzate da un decreto del ministro dell'economia e delle finanze del 5 febbraio 1970.

(32) BANQUE DE FRANCE, *Compte rendu des opérations, op. cit.*, p. 35.

strative » nella fissazione dei saggi attivi ed applicano un identico ventaglio di saggi tra esse concordato. Inoltre, per influire sulle condizioni alle quali i prestiti bancari vengono concessi, la Banca di Francia applica una « scalettatura » di oltre dodici tassi di sconto diversi. Il Consiglio nazionale del credito, a sua volta, fissa gli importi di varie commissioni e provvigioni. Variazioni del saggio base di sconto sono poi in genere accompagnate da suggerimenti, rivolti alle banche nazionalizzate, di modificare i tassi applicati alla clientela di percentuali minori o maggiori. Questi suggerimenti sono sempre seguiti. La Banca di Francia, infine, esamina le condizioni dei prestiti la cui ammissione al sconto dipende dal ricordato benessere preventivo e rifiuta l'approvazione se le *condizioni* stesse non sono di suo gradimento.

Il mercato monetario è una sorta di appendice del sconto, e i suoi tassi d'interesse dipendono sostanzialmente dal tasso al quale la Banca di Francia interviene. Ma qui l'interazione col mercato dell'euro-dollaro limita la libertà d'azione delle autorità francesi.

I saggi d'interesse sui titoli del Tesoro sono fissati dal Tesoro all'atto dell'emissione. I titoli ad emissione continuativa, qualunque scadenza abbiano, dopo almeno tre mesi dall'emissione sono monetizzabili presso la banca centrale ad un tasso solo leggermente penalizzante. Alle banche soggette a registrazione è vietato di scontare titoli governativi alla clientela a tassi diversi da quelli specificamente indicati per le varie scadenze. In tal modo i saggi di rendimento dei titoli governativi sono saldamente controllati.

I tassi attivi e passivi delle casse di risparmio, delle banche popolari, delle banche agricole e delle cooperative di credito sono assoggettati al controllo di apposite autorità, come il Ministero dell'economia e delle finanze e il Ministero dell'agricoltura, e vengono di solito uniformati alle decisioni del Consiglio nazionale del credito e della Banca di Francia.

In conclusione, si può affermare che in Francia non vi è saggio d'interesse di qualche importanza che non subisca l'influenza diretta del governo o che non sia da esso direttamente regolato.

##### 5. Osservazioni critiche

In Francia il sistema dei controlli monetari rientra in un più ampio quadro di controlli creditizi, che si estende a tutti i flussi di credito che interessano banche commerciali, casse di risparmio,

casse rurali, cooperative di credito, giroconti postali, il mercato monetario e quello dei capitali, il bilancio governativo; ciascuno di questi flussi è sottoposto a certe regole per quanto concerne i termini di scadenza, le condizioni, lo scopo e talvolta persino le caratteristiche del beneficiario. In tal modo l'attività creditizia è preordinata al raggiungimento degli obiettivi generali di politica economica, così come sono fissati nei piani economici nazionali: modernizzazione della struttura tecnica ed organizzativa dell'industria; sviluppo dell'industria; modernizzazione dell'agricoltura; edilizia per abitazioni; espansione e ammodernamento dei trasporti e dei servizi pubblici in genere; crescita delle esportazioni per giungere a una favorevole bilancia delle partite correnti.

Fin dal 1945, i governi che si sono succeduti si sono impegnati in politiche di bassi saggi d'interesse, nella convinzione che così si sarebbero realizzati più facilmente gli investimenti stabiliti nei piani economici nazionali e che i prodotti d'esportazione sarebbero stati più competitivi (33). Per assicurare continuità ai flussi di credito a tassi « agevolati », il Ministero dell'economia e delle finanze presiede a un « circuito del Tesoro » per l'acquisizione e la distribuzione di fondi, e la Banca di Francia ha accordato un accesso privilegiato al sconto agli effetti collegati con il finanziamento delle esportazioni, dell'edilizia e degli investimenti industriali a medio termine.

Le caratteristiche del sistema di controllo francese hanno notevolmente modificato il *modus operandi* degli strumenti tradizionali della banca centrale: manovra del tasso di sconto e delle riserve obbligatorie e operazioni di mercato aperto. Il sconto fornisce di solito la parte principale del finanziamento accordato dalla Banca centrale al sistema bancario francese. Inoltre le banche sono costantemente indebitate con la banca centrale e l'indebitamento è cresciuto di anno in anno. Certo, in questo contesto, un aumento del saggio ufficiale di sconto potrebbe esercitare una forte influenza sul costo del credito bancario; ma, in realtà, la sua efficacia è molto attenuata dall'esistenza di categorie privilegiate nel campo del sconto e dal « circuito del Tesoro ». In certe occasioni, l'aumento del saggio ufficiale non è stato accompagnato da variazioni dei tassi privilegiati; in altre, questi ultimi hanno subito variazioni minori. Di con-

(33) J. DONY, A. GIOVANINETTI, B. TIBI, *op. cit.*, pp. 297-98; P. BERGER, *Les taux d'intérêt en France*, *op. cit.*, p. 8.

seguenza, in generale, aumenti del saggio ufficiale base hanno avuto un'incidenza assai modesta sul costo effettivo del risconto (34).

Le operazioni di mercato aperto hanno sempre avuto importanza marginale nel sistema francese e hanno partecipato in misura modesta all'erogazione di crediti della banca centrale. Un aumento del tasso d'intervento della Banca di Francia sul mercato monetario tocca quindi solo una piccola parte del credito da essa concesso, e, d'altra parte, finisce per stimolare ad un più ampio ricorso delle banche al risconto di effetti privilegiati. Lo stesso vale per la manovra delle riserve obbligatorie: un aumento della percentuale di riserva tende ad essere neutralizzato da un aumento del ricorso al risconto.

L'ostacolo di fondo incontrato dai tre strumenti tradizionali risiede nell'impegno del governo a mantenere bassi saggi d'interesse e privilegi a favore di speciali categorie considerate « prioritarie » nella distribuzione delle risorse reali. Di conseguenza, non solo si è fatto scarso uso degli strumenti tradizionali di controllo creditizio, ma una quota rilevante delle operazioni di credito è stata addirittura sottratta alla loro influenza grazie al funzionamento del « circuito del Tesoro ».

In una certa misura, la Banca di Francia è stata così privata della possibilità di controllare l'offerta di moneta. Questa si espande automaticamente col ricorso delle banche al risconto di effetti privilegiati (35). La crescita della moneta in circolazione è collegata al volume di effetti privilegiati creati e presentati alla banca centrale per il risconto, più che al bisogno di moneta espresso dallo sviluppo dell'economia. Questa situazione rassomiglia a quella in cui si trovarono in altri tempi banche centrali seguaci della dottrina che rendeva arbitra del risconto la carta commerciale.

La maggior parte degli strumenti non tradizionali impiegati dalla Banca di Francia è nata dal tentativo di controllare il credito bancario e l'offerta di moneta senza ricorrere a rialzi adeguati dei saggi d'interesse. Le tre forme di riserva via via imposte per certi tipi di « attività » — il *plancher* per i titoli del Tesoro, il *coefficient de trésorerie* e l'attuale *portefeuille minimum d'effets représentatifs de crédits à moyen terme* — hanno appunto cercato di « congelare » una parte delle attività bancarie provviste di facoltà

(34) R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, *op. cit.*, p. 69.

(35) *Ibidem*, pp. 70-71.

d'accesso al risconto, nell'intento di contenere l'espansione monetaria. Fintanto che la politica creditizia continuerà a dominare la politica monetaria, la Banca di Francia non potrà far a meno di ricorrere ad espedienti del genere per tentare di assolvere i propri compiti istituzionali.

In un sistema di mercati creditizi relativamente liberi, tutti i saggi d'interesse tendono ad aumentare quando la banca centrale abbassa il tasso di crescita dell'offerta di moneta rispetto al tasso di sviluppo delle grandezze economiche reali. In Francia, questo non si verifica poiché controlli amministrativi interferiscono nei processi del mercato. I massimali imposti alla crescita del credito bancario, ad esempio, frenano sia l'offerta di credito bancario sia il ricorso delle banche al credito della banca centrale. In mercati liberi ciò provocherebbe un rialzo dei saggi d'interesse praticati dalle banche alla clientela. In Francia, invece, questo rialzo non ha modo di manifestarsi perché sulle forze di mercato prevalgono le direttive amministrative e un'unità di intenti, informale ma potente, tra esponenti governativi, Consiglio nazionale del credito, Banca di Francia, intermediari finanziari e istituti di risconto, dirigenti bancari, e via dicendo.

Dal 1945 il governo dispone dei poteri legali necessari per far sì che i propri suggerimenti e le proprie direttive vengano seguiti. Si guardi alle banche nazionalizzate: il loro capitale è nelle mani del governo; l'esigenza del profitto non è, entro limiti ragionevoli, un vincolo per la politica creditizia generale; gli amministratori possono essere rimossi se non seguono le direttive delle autorità. Si comprende come si siano potuti combinare massimali sul volume dei prestiti per limitare il credito e controlli sui saggi d'interesse per mantenerli a livelli relativamente bassi. Probabilmente siffatti strumenti rimarranno una caratteristica del sistema francese fintanto che la politica creditizia dominerà sulla politica monetaria. Naturalmente, di tanto in tanto i massimali vengono sospesi quando le circostanze lo consentono, e i controlli sui saggi d'interesse possono sembrare inesistenti in situazioni di abbondante liquidità.

Anche in Francia i movimenti internazionali di capitali hanno posto problemi per i controlli monetari e creditizi, ma in maniera diversa rispetto ai paesi che non dispongono di una precisa regolamentazione dei flussi creditizi in vista degli obiettivi di politica economica generale. In Francia, un ingente afflusso di capitali può creare difficoltà, non solo perché accresce l'offerta di moneta e il

pericolo di alimentare l'inflazione, ma anche perché può restare al di fuori del sistema dei controlli creditizi. Anzitutto l'afflusso di capitali, sfuggendo a un vaglio iniziale, può essere impiegato in investimenti a priorità ridotta. Inoltre, se le autorità cercano di contrastare la spinta inflazionistica provocata da importazioni di fondi con restrizioni creditizie all'interno, può divenire inevitabile una riduzione del credito a categorie « prioritarie ».

Dati gli obiettivi perseguiti dalle autorità nel campo della distribuzione del credito e degli investimenti reali, sarebbe comprensibile la loro preferenza per un sistema di controlli valutari piuttosto che per un regime di libertà per i movimenti di fondi con l'estero, se non fosse per i sostanziali vantaggi del secondo regime. Un'attenta indagine della legislazione adottata nel 1966 in sostituzione dei controlli valutari da lungo tempo vigenti giunge comunque alla seguente conclusione:

L'accoglienza fatta alla nuova disciplina è stata entusiastica: esponenti del governo hanno parlato di una nuova era di libertà economica nelle relazioni internazionali e numerosi commentatori hanno fatto coro. Ma, se è vero che sono stati quasi del tutto aboliti i controlli sui cambi, è altrettanto vero che non si è avuta una piena liberalizzazione degli investimenti in Francia ad opera di stranieri. Tali investimenti sono ora sottoposti a procedure di controllo che in certi casi sono ancora più rigorose che in passato (36).

Il trattamento usato agli investimenti esteri sembra quindi seguire la logica del sistema dei controlli creditizi, qualunque sia il regime valutario in vigore.

Il « circuito del Tesoro » pone alla politica monetaria problemi notevoli, anch'essi riconducibili alla generale politica di controllo del credito. Considerevoli risorse vengono convogliate nel « circuito del Tesoro » da provvedimenti amministrativi e non dalle forze del mercato; si pensi al risparmio raccolto dalle casse di risparmio, ai fondi liquidi del sistema postale di giroconti, ai proventi delle emissioni obbligazionarie di certi istituti finanziari pubblici e semi-pubblici, agli stanziamenti disposti nel bilancio pubblico. Di norma, i saggi d'interesse applicati ai prestiti alimentati dal « circuito del Tesoro » sono fissati con legge o con decisioni governative e non sono suscettibili di variazioni in linea con la politica della banca

(36) CHARLES TOREM e W.L. CRAIG, *Control of Foreign Investment in France*, « Michigan Law Review », Vol. 66, n. 4, febbraio 1968, p. 670.

centrale. Inoltre, l'afflusso di risorse entro il « circuito del Tesoro » è stato ed è tuttora, almeno in parte, favorito da un trattamento fiscale di favore per i tassi d'interesse corrisposti dagli organismi appartenenti al « circuito », dalle facilitazioni di cui questi ultimi beneficiano quando ricorrono al mercato dei capitali e dalle limitazioni imposte alla concorrenza del sistema bancario nel campo della raccolta del risparmio. Le modificazioni introdotte nel 1967 e negli anni successivi nell'intento di incoraggiare una maggiore formazione di risparmio hanno attenuato, ma non eliminato, le discriminazioni a vantaggio del « circuito del Tesoro ».

Il nostro esame ci porta ora a considerare i principali difetti insiti nel sistema di controlli monetari e creditizi istituito in Francia. Il difetto più evidente è la sua intrinseca « vocazione » inflazionistica, derivante dalla impossibilità per la Banca di Francia di controllare l'offerta di moneta. Sarebbe un fatto puramente casuale e poco probabile se l'offerta di moneta si espandesse in armonia con la crescita delle grandezze economiche reali sì da determinare condizioni di stabilità dei prezzi. Di qui la prospettiva di un continuo processo inflazionistico, che incide sul tasso di risparmio volontario e impone periodiche svalutazioni del franco per rimediare ai ricorrenti persistenti disavanzi della bilancia dei pagamenti.

L'inadeguatezza del risparmio complessivo è un problema centrale per le autorità e per gli economisti francesi: inadeguatezza rapportata, beninteso, ai prestabiliti obiettivi di investimento globale e al desiderio di evitare o per lo meno di contenere l'inflazione, in conformità coi piani economici nazionali; inadeguatezza vista, altresì, in termini sia di risparmio familiare sia di risparmio d'impresa. Per il risparmio delle imprese si può chiamare in causa anche la politica tributaria, ma più importante è l'inflazione da costi che, dato il controllo dei prezzi, assottiglia i profitti aziendali (37). Guardare alla concorrenza internazionale per spiegare i bassi margini di profitto significa trascurare i due fattori di fondo dell'inflazione da costi e del controllo dei prezzi (38).

Quanto al risparmio familiare, dopo cinquant'anni di inflazione ininterrotta la popolazione si è abituata al progressivo scadimento di valore dei titoli a reddito fisso e considera poco attraenti le obbligazioni a lungo termine, sia pubbliche sia private, a meno che non

(37) R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, *op. cit.*, p. 9.

(38) S. GUILLAUMONT-JEANNENEY, *op. cit.*, p. 151.

siano indicizzate (ma dal 1958 l'indicizzazione è proibita). Poco ricercate sono anche le azioni, per i modesti profitti delle imprese, per la scarsità delle informazioni fornite al pubblico e per l'elevato costo delle transazioni sul mercato mobiliare. Gli interessi corrisposti sui depositi a risparmio, benché privilegiati sotto il profilo fiscale, sono stati per lo più fissati a livelli così bassi da fruttare un rendimento reale prossimo allo zero o addirittura negativo, tenuto conto dell'aumento dei prezzi. Per questo complesso di motivi, il risparmio familiare è rimasto modesto in rapporto al reddito, e si è riversato di preferenza in attività finanziarie ad elevato grado di liquidità, che possono essere facilmente convertite in terreni, in beni di consumo, in metalli preziosi, in altri beni reali, nel caso in cui l'inflazione apparisse incontrollabile.

Un siffatto comportamento del risparmio, formatosi nel corso di mezzo secolo, non è suscettibile di rapidi cambiamenti in occasione di brevi fasi di stabilità dei prezzi e non è molto sensibile all'attrattiva di moderati aumenti dei saggi di rendimento. Ciò nonostante, le autorità francesi hanno fatto notevoli sforzi dal 1967 in poi per incoraggiare la formazione del risparmio familiare e per convogliarne una più ampia quota al sistema bancario. Fra l'altro, si è consentita alle banche una maggior possibilità di competere per l'acquisizione di depositi a risparmio, mediante un rialzo dei tassi d'interesse massimi pagabili sui depositi a risparmio e vincolati e mediante un trattamento fiscale più equo per le varie forme di deposito a risparmio rispetto ai titoli del Tesoro a breve e medio termine.

Le misure di promozione del risparmio familiare prese dalle autorità sono però poca cosa in un sistema monetario e creditizio intrinsecamente inflazionistico e quindi portato a rafforzare lo scetticismo dei risparmiatori. Cercare una soluzione al problema dell'inflazione con misure di stimolo del risparmio senza prima por fine a un'eccessiva espansione monetaria, è una strategia destinata all'insuccesso.

Un altro difetto del vigente sistema è il danno che reca all'elasticità e all'efficienza degli istituti finanziari. Le riserve imposte per certe « attività » riducono la flessibilità della gestione dei portafogli bancari. I limiti massimi fissati all'espansione creditizia tendono a cristallizzare le dimensioni relative degli intermediari finanziari, a proteggere le aziende meno efficienti dalla concorrenza delle aziende più efficienti e a impedire quindi la riduzione dei costi di intermediazione finanziaria. I controlli amministrativi sul credito associati

ai massimali prescritti per i saggi attivi costringono gli istituti finanziari a scegliere tra i prestatori per motivi diversi da considerazioni di prezzo e di solito portano a discriminazioni a danno delle imprese minori e della clientela nuova. Anche questi sono inconvenienti comunemente riconosciuti e deprecati (39).

Non v'è dubbio che il sistema francese riesca a ripartire i flussi creditizi in modo approssimativamente conforme agli intenti delle autorità. Ma questa distribuzione del credito ha un analogo effetto sulla ripartizione delle risorse reali? E' quasi impossibile avere dati statistici probanti al riguardo. Si può però affermare che il sistema dei controlli creditizi è in Francia talmente articolato da non lasciare vie aperte attraverso le quali le imprese siano in grado di procurarsi fondi in contrasto con gli intenti delle autorità. Solo gli utili non distribuiti potrebbero servire allo scopo, ma sono così esigui che le stesse autorità cercano di favorirne la formazione. Così, la possibilità di sostituire canali creditizi alternativi a quelli regolati o bloccati dalle autorità — difetto proprio di sistemi meno completi di controllo del credito — non sembra sia un inconveniente imputabile al sistema francese.

Abbiamo ripetutamente dato risalto al dilemma delle autorità francesi, che tentano di conciliare l'esigenza di una politica monetaria non inflazionistica con l'esigenza di controllare la distribuzione dei flussi creditizi conforme a obiettivi economici prioritari. A nostro avviso, queste due esigenze sono inconciliabili nel quadro istituzionale vigente.

Il dilemma è posto in evidenza da un'autorevole commissione recentemente incaricata dal Consiglio dei ministri di studiare il mercato monetario e di formulare proposte di riforma (40). Ci limitiamo a richiamare solo alcune delle raccomandazioni chiave dell'interessante rapporto presentato dalla Commissione. 1) E' auspicata l'abolizione dei tassi preferenziali di sconto, non appena ciò sia possibile. 2) Si chiede di sostituire il sconto con operazioni di mercato aperto come principale canale per fornire al sistema bancario finanziamenti della banca centrale. 3) Si suggerisce che il chiuso circuito finanziario del Tesoro venga aperto alle forze concorrenziali del mercato, e che insieme vengano attribuiti alle banche soggette a registrazione compiti più estesi nel campo dell'intermedia-

(39) BANQUE DE FRANCE, *Compte rendu des opérations*, op. cit., pp. 33-34 e 68.

(40) R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, op. cit., passim.

zione tra risparmi e impieghi a più lungo termine. Con le due ultime raccomandazioni si tende a sostituire decisioni amministrative con « decisioni di mercato » e a ridurre la propensione delle banche a ricorrere al risconto della banca centrale.

Se fossero concretamente applicate, le suddette raccomandazioni conferirebbero alla Banca di Francia il potere di controllare l'offerta di moneta e di svolgere una politica monetaria anti-inflazionistica. Ma — per il successo di una siffatta politica — si dovrebbe altresì aumentare sensibilmente il livello dei saggi d'interesse applicati dalla Banca di Francia nelle erogazioni di credito attuate sia con il risconto sia con operazioni di mercato aperto. Il conseguente rialzo dei tassi d'interesse di tutto il mercato e le ripercussioni che ne deriverebbero sulle condizioni monetarie e sui prezzi in generale sarebbero salutari. E' errore grossolano considerare un basso livello dei saggi d'interesse come condizione favorevole per contenere costi e prezzi; è vero il contrario, se — come accade in Francia — bassi saggi d'interesse si accompagnano ad un'eccessiva espansione monetaria generatrice d'inflazione. E' quindi infondata la giustificazione logica della politica francese di bassi saggi d'interesse: evitare aumenti di costo inflazionistici e sorreggere la competitività dei prodotti francesi nei mercati internazionali (41).

Il *Rapporto* citato è meno convincente allorché tratta dell'assegnazione di crediti agli obiettivi con alto grado di priorità nazionale. Fondamentalmente, raccomanda l'abolizione delle decisioni « amministrative », i cui compiti dovrebbero essere assolti da processi autonomi (seppure guidati) del mercato. Esso riconosce che, diversamente da quanto accade nell'attuale regime, si avrebbero differenti saggi d'interesse per differenti richiedenti (42). E tale prospettiva probabilmente non aggrada a una considerevole parte dell'opinione pubblica e ufficiale, che diffida degli istituti e dei mercati finanziari privati quanto a sensibilità per gli obiettivi economici nazionali (43).

Negli anni successivi alla pubblicazione del *Rapporto* (1968) la Banca di Francia ha fatto passi significativi nel senso indicato dal *Rapporto*: il numero delle categorie a risconto privilegiato è stato

(41) Il *Rapporto* riconosce che i bassi saggi d'interesse sui crediti all'esportazione hanno aiutato ben poco la competitività delle esportazioni francesi, mentre hanno attenuato l'efficacia delle misure intese a stabilizzare crediti e prezzi. Cfr. R. MARJOLIN, J. SADRIN, O. WORMSER, *op. cit.*, p. 104.

(42) *Ibidem*, p. 14.

(43) Si veda ad esempio J. DONY, A. GIOVINETTI, B. TIBI, *op. cit.*, pp. 129-31.

ridotto e i saggi d'interesse relativi sono stati avvicinati al saggio ufficiale; le operazioni di mercato aperto hanno guadagnato terreno rispetto alle operazioni di risconto (44); il « circuito del Tesoro » è stato un poco allentato; i limiti massimi per l'espansione del credito sono stati sospesi.

Non si può dire se questi mutamenti preludano ad una trasformazione radicale del sistema o se abbiano natura temporanea. Ad esempio, il notevole ricorso alle operazioni di mercato aperto come canale di finanziamento del sistema bancario da parte della banca centrale, nel corso del 1971, è in larga parte dovuto a provvedimenti contingenti adottati per scoraggiare l'afflusso di capitali stranieri a breve termine; a tale scopo la Banca di Francia ha di proposito fissato un saggio d'interesse d'intervento sul mercato monetario inferiore al saggio ufficiale di sconto, alterando così il rapporto di norma esistente tra i due tassi. E poiché i tassi attivi bancari si muovono per consuetudine in linea con il saggio ufficiale di sconto più che con il saggio del mercato aperto, manovrando i due saggi in modo diverso, la Banca di Francia ha parzialmente isolato i mercati creditizi interni dalla propria politica di mercato aperto. Non si può quindi dire con certezza che vi sia stata una stabile conversione della banca centrale ad una politica creditizia fondata su considerazioni di prezzo. Oltretutto, le autorità conservano la facoltà di imporre massimali sull'espansione del credito e continuano ad influire sul costo e sulla disponibilità del credito mediante provvedimenti amministrativi e selettivi. Il « circuito del Tesoro » resta in funzione. E in certi ambienti ufficiali la tradizione dei controlli creditizi attuati con misure amministrative e selettive ha decisi sostenitori.

Se il compito di provvedere alla distribuzione delle risorse reali possa essere meglio assolto dal libero operare dei mercati del credito, è assunto discutibile nelle odierne condizioni francesi. Ciò però non significa che debba permanere il sistema attuale. Se la politica

(44) La partecipazione delle operazioni di mercato aperto al credito complessivo erogato dalla banca centrale al sistema bancario è passata dal 15% nel 1967 al 38% nel 1970. Nel luglio 1971 ha raggiunto l'81%. Inoltre, nel corso del 1969, sotto l'influenza dei tassi eccezionalmente elevati sul mercato delle euro-valute, il tasso ufficiale di sconto è stato portato all'8% e la Banca di Francia è intervenuta sul mercato monetario con un saggio di interesse del 10 5/8 per cento. Si veda al riguardo: CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT, *Vingt-cinquième Rapport Annuel*, Anno 1970, Annexe 3, p. 14; *Statistiques provisoires*, giugno 1971, p. 3.

economica nazionale esige l'intervento dei pubblici poteri al fine di assicurare una distribuzione delle risorse diversa da quella che risulterebbe dal libero gioco delle forze di mercato, non è detto che il sistema dei controlli creditizi costituisca la forma migliore d'intervento. Del compito potrebbe essere investito il bilancio pubblico, mercé l'istituzione di un appropriato insieme di imposte e di sussidi atto a spostare potere d'acquisto da obiettivi secondari ad obiettivi prioritari. La politica creditizia sarebbe così esonerata dal compito, ad essa poco congeniale, di interferire nella distribuzione delle risorse reali, e la politica monetaria si libererebbe delle costrizioni impostele dalla politica creditizia.

DONALD R. HODGMAN