

Il mercato monetario canadese

1. - Il Canada fornisce un esempio interessante di un mercato monetario il cui sviluppo è stato incoraggiato e assistito dalle autorità. In particolare, l'esperienza canadese mostra quali progressi si possano realizzare in non molti anni quando a condizioni ambientali favorevoli al sorgere di un mercato monetario si accompagni il sostegno del Governo e della Banca centrale.

Sebbene la formazione del mercato monetario canadese sia sostanzialmente un fenomeno del periodo successivo alla seconda guerra mondiale, uno dei passi essenziali rimonta al 1934 (l'anno precedente la creazione della Bank of Canada), allorché per la prima volta fu organizzato un sistema di vendite all'asta di cambiali del Tesoro. Sia il numero delle emissioni sia il volume complessivo dei titoli in circolazione aumentarono gradualmente; ma in quel tempo le operazioni in cambiali del Tesoro avvennero per la massima parte fra le banche « chartered » (1) da una parte e la Bank of Canada dall'altra. Un certo numero di transazioni in cambiali fu fatto anche probabilmente da « investment dealers » (agenti specializzati), ma soltanto per commissione di clienti; prima della seconda guerra mondiale i « dealers » non tennero mai scorte di titoli.

Fu durante la seconda guerra mondiale che i « dealers » cominciarono a considerare più seriamente le cambiali del Tesoro, e soltanto verso la fine della guerra pensarono anche di tenerne modesti portafogli. Un passo importante fu compiuto nel gennaio del 1953, con l'introduzione di aste settimanali e la concessione di « limiti » di fido a certi « dealers » da parte della Bank of Canada. Questa concessione permise ai « dealers » di contare su speciali linee di credito da utilizzare mediante vendite di titoli governativi a breve termine (non limitate alle sole cambiali del Tesoro) con patto di riacquisto entro un periodo specificato e a tassi di interesse inferiori a quelli

(1) Le banche munite di « charter », cioè di un'autorizzazione governativa ad operare (a norma della legislazione bancaria), sono oggi nove.

richiesti dalle banche « chartered ». Si sperava così di aumentare i portafogli non bancari di cambiali del Tesoro e di promuovere l'esperienza dei « dealers » e il raffinamento delle tecniche operative.

Nell'aprile del 1954 fu compiuto un altro passo. Con una modificazione del Bank Act (Legge bancaria), il precedente tradizionale rapporto di cassa delle banche fu sostituito da un minimo obbligatorio dell'8% basato su medie mensili. Ciò rese più facili alle banche gli aggiustamenti delle posizioni di cassa e liberò anche un insieme di riserve da prestare a « dealers » con operazioni giornaliere, in importi e a tassi di interesse che consentissero ai « dealers » di mantenere posizioni con un certo profitto. Per le banche, prestiti « alla giornata » erano un'attività fruttifera molto liquida, che agevolava il massimo impiego dei fondi disponibili.

Per incoraggiare i « dealers » a tener portafogli nella misura compatibile con l'offerta di prestiti alla giornata, e come mezzo di sostegno dell'esperimento, la Bank of Canada era pronta ad agire come prestatrice di ultima istanza. Il suo sostegno, concesso come privilegio a certi « dealers » entro i limiti negoziati e con i ricordati accordi di vendita-riacquisto, poteva realizzarsi ogni qualvolta si dimostrasse impossibile attingere fondi sufficienti da altre fonti per tenere scorte di titoli. Il costo degli interventi della Banca centrale era dato dalla differenza tra i prezzi di vendita e di riacquisto; e poiché all'inizio il tasso di interesse applicato equivaleva al tasso ufficiale di sconto, si trattava sostanzialmente di un tasso penalizzatore.

Nei primi tempi la maggior difficoltà dei « dealers » fu quella di trovare clienti per le cambiali che avevano in posizione. Ma a poco a poco riuscirono a organizzare sbocchi al minuto e a vendere cambiali a società ed enti economici (spesso con patto di riacquisto). E furono di nuovo aiutati dai servizi di trasferimento telefonico della Bank of Canada, che assicuravano una rapida consegna dei titoli a qualsiasi delle nove filiali della Banca centrale.

Dopo il febbraio del 1957 fu altresì possibile prendere a prestito titoli dalla Bank of Canada (2). Anche le banche « chartered », d'altra parte, tendevano ad usare i « dealers » in crescente misura per vendere o comprare titoli del mercato monetario aventi scadenze appropriate (anche se esse, partecipando alle aste delle cambiali del Tesoro, spesso potevano aggiustare i loro portafogli senza ricorrere ai « dea-

(2) Quando le banche « chartered » si misero a prestare titoli, la Bank of Canada cessò di operare in questo campo.

lers », ma semplicemente modificando gli acquisti di nuove cambiali). Inoltre, un ostacolo che attenuava l'interesse dei « dealers » più importanti fu in parte rimosso quando le banche « chartered » prima ridussero e poi, nel maggio del 1957, modificarono la cosiddetta commissione di « over-certification » (3) applicata su « scoperti giornalieri » e con ciò promossero un aumento del movimento dei fondi prestabili. Questa commissione, sebbene non si applichi a certe operazioni del mercato monetario, continua a gravare su altre operazioni; e le banche « chartered », nonostante le richieste dei « dealers », probabilmente non vi rinunceranno mai del tutto; col passar degli anni i « dealers » vi si sono però adattati, e non la considerano più d'importanza fondamentale.

Fu così che il sistema delle aste e il mercato delle cambiali e delle obbligazioni del Tesoro si vennero continuamente espandendo. Nel contempo si affermarono altri strumenti e i loro scambi vennero crescendo. Oggi il mercato monetario canadese ha una struttura ampia e articolata.

2. - Sedici « dealers » operano oggi sul mercato; una decina sono considerati veramente importanti (4) e attivi in tutti i comparti, anche se qualcuno degli altri ha importanza in comparti particolari. Un'evoluzione degna di nota è l'aumento dell'importanza relativa di Toronto; Montreal è ancora attiva, ma molto meno che in anni precedenti; e sta crescendo il peso di Vancouver.

Al movimento del mercato le operazioni in cambiali del Tesoro contribuiscono molto meno che nei primi anni, anche se costituiscono ancora un comparto attivo, specie per le cambiali a 91 giorni. Il sistema delle aste per le cambiali del Tesoro è rimasto sostanzialmente senza modificazioni. Le emissioni di cambiali a tre mesi sono oggi dell'ordine di 190 milioni di dollari la settimana, con l'aggiunta di 40 milioni di cambiali a sei mesi; occasionalmente vengono offerte cambiali a nove e dodici mesi. La Bank of Canada, le banche « chartered » e i « dealers » (occasionalmente anche « dealers » non appar-

(3) V. J. S. G. WILSON, « The Canadian Money Market Experiment », in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, marzo 1958; e *Monetary Policy and the Development of Money Markets*, Londra 1966.

(4) A. E. Ames & Company Limited, Dominion Securities Corporation Limited, Fry Mills Spence & Company Limited, Greenshields Incorporated, Harris & Partners Limited, Nesbitt, Thomson Securities Limited, Merrill Lynch, Royal Securities Limited, e Wood Gundy Limited.

tenenti al mercato monetario) concorrono tutti alle aste delle cambiali; le banche sono i principali acquirenti; la loro concorrenza è molto vivace e talvolta i « dealers » ottengono soltanto una piccola quota delle emissioni (in realtà, la percentuale dell'asta che i « dealers » si assicurano è molto variabile a seconda degli umori del mercato). Inoltre, nel « dopo mercato » di giovedì e di venerdì i « dealers » possono giungere a vendere alle banche da una metà a tre quarti delle loro cambiali e a tenere solo le restanti. In ogni caso, essi tendono ad avere scorte di cambiali relativamente modeste. Negli ultimi tempi i portafogli complessivi di cambiali del Tesoro delle banche sono stati dell'ordine di 2,6-2,9 miliardi di dollari (canadesi), importi che dimostrano la preminenza della loro domanda, in parte dovuta all'obbligo di mantenere la riserva di seconda linea di cui si dirà. Gli « altri » operatori (che comprendono i « dealers ») detengono soltanto il 5% circa del totale delle cambiali in circolazione.

Il relativo declino dell'importanza delle operazioni in cambiali del Tesoro è dovuto in parte all'introduzione (a complemento degli obbligatori rapporti di cassa) di una riserva minima di secondo grado (formalmente decisa nel 1956), che le banche devono mantenere a un livello che può essere modificato tra il 6% e il 12%. Dal 7% dell'aprile 1967 si salì all'8% nel giugno '69 e al 9% nel luglio '70; si scese poi all'8,5% nel dicembre del 1971 e all'8% nel gennaio del 1972; le ultime riduzioni hanno lasciato libere le banche di vendere cambiali del Tesoro e di investire il ricavo in attività più redditizie. La riserva di secondo grado è composta dai fondi liquidi eccedenti, dai prestiti alla giornata e dalle cambiali del Tesoro. Poiché la riserva obbligatoria di cassa — rapportata all'insieme dei depositi a vista e a tempo — è approssimativamente del 6%, le due riserve sommate insieme raggiungono il 14% (5). Mentre la riserva di cassa è calcolata ogni quindici giorni, le riserve di secondo grado sono calcolate mensilmente.

(5) Sia le banche che le autorità di controllo prestano anche una certa attenzione al cosiddetto « more liquid assets ratio », per quanto si tratti di un rapporto non oggetto di specifica disciplina. Il « rapporto delle attività più liquide » è calcolato rispetto alle attività totali; il numeratore comprende i depositi presso la Bank of Canada, i prestiti alla giornata, le cambiali del Tesoro e gli altri titoli governativi, i prestiti « a vista » (rimborsabili a richiesta: « call loans ») agli intermediari di borsa e agli « investment dealers », nonché le attività nette sull'estero (questa posta può essere importante, poiché le banche canadesi sono molto impegnate nelle operazioni sull'estero e spesso convertono fondi statunitensi per usarli in operazioni in Canada). In tempi normali le banche mantengono un « rapporto di attività più liquide » del 30%; ma questo valore diminuisce di molto in periodi di forte domanda di credito, con divari notevoli tra banca e banca.

In aggiunta alle cambiali del Tesoro, vi sono in circolazione circa 14 miliardi di dollari di obbligazioni del governo canadese, aventi una scadenza media di circa cinque anni (restano esclusi dieci miliardi di dollari circa di titoli non negoziabili). Del totale dei titoli, diretti del governo canadese o da esso garantiti (totale che include le cambiali del Tesoro e i titoli non negoziabili, e che verso la fine del 1971 assommava a oltre 28 miliardi di dollari), 4,9 miliardi erano tenuti dalla Bank of Canada, circa 1 miliardo da dipartimenti governativi, 7,3 miliardi dalle banche « chartered », 5,4 miliardi dal pubblico in generale (6); il resto si distribuiva fra compagnie di assicurazione, fondi pensioni, governi provinciali e società non finanziarie. Del suddetto totale soltanto poco più di 9 miliardi potevano essere stanziati alla Bank of Canada. D'altra parte, a causa della ritrosia dei « dealers » a tenere posizioni d'una certa ampiezza, il mercato difetta talvolta di consistenza, anche se questo è vero particolarmente per il mercato non monetario, cioè per i titoli a scadenza di tre anni e oltre.

Di norma la liquidazione delle operazioni in cambiali del Tesoro avviene il giorno successivo; per gli altri titoli del governo canadese a meno di tre anni il secondo giorno lavorativo successivo all'operazione; e per i titoli a scadenza superiore a tre anni il terzo giorno successivo. (In molti casi la consegna può essere concordata contro pagamento in altre date; le cambiali del Tesoro sono spesso contrattate con liquidazione in giornata.)

A causa dello sviluppo di altri comparti (e di altri fattori), il mercato secondario delle obbligazioni governative è forse relativamente meno attivo di un tempo. Esso però può contare su un'ampia gamma di detentori. I « dealers » inoltre continuano a tenere scorte di obbligazioni del governo canadese con scadenze di tre o più anni in ragionevoli importi. Non che un « dealer » abbia sempre disponibile l'esatto tipo di titolo che è richiesto; talvolta deve anzi prendere a prestito certi tipi di titoli, comprese cambiali del Tesoro e obbligazioni governative con scadenze inferiori a tre anni (di solito i « dealers » prendono a prestito cambiali del Tesoro per periodi settimanali e altre obbligazioni per periodi di trenta giorni contro garanzia di altri titoli del governo canadese).

(6) In piccola parte, in mano a « dealers »: nel 1971 la parte dei « dealers » ha oscillato tra 200 e 300 milioni di dollari.

3. - Ma la forte espansione del mercato monetario canadese ha avuto luogo in altri comparti del mercato monetario.

Per cominciare, un importante sviluppo ha avuto negli ultimi anni la carta di « sales finance companies » e di società per il credito al consumo, sebbene sia dubbio in quale misura questi strumenti abbiano più che un mercato primario.

Le case canadesi di accettazione e le « finance companies » coprono una notevole quota del loro fabbisogno di liquido prendendo a prestito contro emissione di effetti finanziari nel mercato monetario. Parecchie hanno uffici « monetari ». I ricavi sono principalmente usati per finanziare la distribuzione di un'ampia serie di beni di consumo durevole. Un certo numero di grosse imprese canadesi manifatturiere e commerciali hanno anch'esse costituito « sales finance companies » sussidiarie. Gli strumenti variano, e le cambiali a breve termine emesse possono essere garantite, non garantite, e/o garantite da una organizzazione madre. I titoli a breve termine di molte di queste società possono essere legalmente oggetto di investimento da parte di banche, compagnie di assicurazione e « trust companies ». L'investimento può essere per scadenze fino a cinque anni e anche oltre. I titoli sono emessi senza cedola e possono essere sia al portatore sia al nome dell'acquirente. Essi possono essere rivenduti sul mercato in una certa misura; ma finora un vero e proprio mercato secondario non si è formato, e la liquidità di questa carta è quindi per il momento piuttosto limitata. L'investitore può però soddisfare le esigenze di liquidità grazie alla grande varietà di scadenze disponibili, che giungono fino a strumenti con scadenza di ventiquattro ore.

4. - La carta commerciale di prim'ordine è costituita da cambiali non garantite emesse per importi minimi di 50 mila dollari da talune delle maggiori società canadesi (e anche da filiazioni canadesi di società statunitensi). Talvolta questi titoli, quando sono emessi da filiazioni di società statunitensi, recano la garanzia della società madre. Negli ultimi anni questo comparto ha avuto importanti sviluppi, sia quanto a numero di società emittenti sia quanto a importi emessi. Di solito la carta commerciale in circolazione è coperta da linee di credito non utilizzate, concesse dalle banche della società emittente, talché se il prestatore richiede il rimborso il debitore può ricorrere al credito bancario. In taluni casi la copertura bancaria è al cento per cento; in altri è un po' inferiore. Le banche possono richiedere una commissione per siffatti impegni.

La normale scadenza della carta commerciale è inferiore a novanta giorni; la domanda di carta da sei a dodici mesi varia a seconda delle previsioni in fatto di tassi di interesse. Spesso c'è una clausola di rimborso a richiesta entro ventiquattro ore, che permette al prestatore di ritirare i propri fondi assoggettandosi a una penale che diminuisce col crescere del tempo durante il quale i fondi sono rimasti a disposizione del mutuatario. La carta è collocata per il tramite di « dealers », i quali operano principalmente sulla base di una commissione. Gli acquirenti sogliono essere investitori individuali, banche « chartered », « trust companies », società di assicurazione e altre imprese. I maggiori « dealers » spesso acquistano la carta commerciale per proprio conto, e talvolta (se operano con un buon cliente) sono disposti a ricomprarla e a riassorbirla nel loro portafoglio. Le banche sono disposte a prestare contro carta commerciale, ma a tassi d'interesse spesso proibitivi. Il « dealer » cerca quindi altre fonti di provvista, e per la maggior parte riesce a finanziarsi in questo comparto ricorrendo a « call loans » (prestiti rimborsabili a richiesta) con « trust companies » e società non finanziarie. Può anche prendere a prestito titoli da una « trust company » contro garanzia di carta commerciale (ma con margini molto pesanti) e poi usare i titoli per garantire un prestito alla giornata da parte di una banca.

Perché un « dealer » abbia successo nel campo della carta commerciale (e lo stesso vale per la carta finanziaria) è determinante la capacità di tenere un ampio portafoglio di effetti. Molti importanti mutuatari emettono la loro carta o direttamente o per il tramite di un « dealer » o di un gruppo di « dealers » (che può essere formato da due a otto unità). A sua volta la capacità di tenere un ampio portafoglio dipende dal capitale proprio del « dealer ». Le norme dell'associazione degli « investment dealers » richiedono che per ogni milione di dollari di carta in portafoglio, deve esserci un certo importo di capitali propri, importo che varia con la scadenza degli effetti in portafoglio.

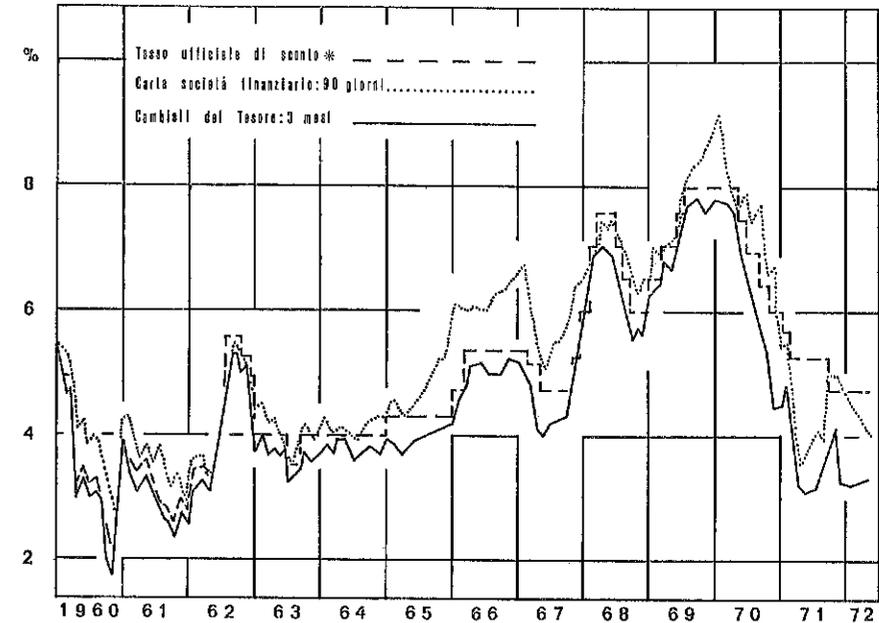
5. - Oltre che emettere effetti finanziari e commerciali, la maggioranza delle provincie canadesi e sempre più numerosi comuni ricorrono, sia direttamente sia per il tramite delle varie istituzioni dipendenti, al mercato monetario per finanziarsi a breve termine. I fondi possono essere richiesti per coprire spese correnti prima

dell'incasso di introiti fiscali, o per finanziare programmi di investimenti per i quali saranno emesse in seguito obbligazioni a lungo termine. Svariati sono i tipi di cambiali provinciali. Talune sono vendute con uno sconto; altre fruttano un tasso fisso di interesse; altre ancora combinano ambedue le caratteristiche. Certe provincie emettono cambiali a « rubinetto aperto » (« on tap »), di tipo atto a corrispondere alle specifiche scadenze desiderate dal prestatore. Altre provincie emettono cambiali con procedure simili a quelle in vigore per le cambiali del Governo canadese. Nonostante le differenze delle procedure, in genere tagli di 100 mila dollari sono disponibili sia al portatore sia in forma nominativa. Le cambiali municipali sono emesse nelle stesse forme della carta provinciale; ma la loro liquidità è inferiore. Le scadenze variano molto, ma per lo più sono inferiori a novanta giorni; e spesso sono adattate alle esigenze del prestatore. Di norma prevalgono tagli di 100 mila dollari e più, nominativi o al portatore.

6. - Le accettazioni bancarie come strumento del mercato monetario risalgono al giugno del 1962, ma sono diventate un elemento del mercato soltanto a metà del 1965. In sostanza si tratta di una tratta commerciale emessa in multipli di 100 mila dollari da un mutuatario per pagamento a una data specificata, tratta accettata dalla banca mediante apposizione della propria firma. Le accettazioni bancarie, di solito emesse per scadenze comprese tra 30 e 90 giorni, riguardano soltanto clienti di prim'ordine, presuppongono, in linea di principio, un'operazione commerciale (7) e sono molto liquide, essendo riscontabili, sia pure in quantità limitate, presso la Bank of Canada e utilizzabili, pure in misura limitata, come garanzia di prestiti alla giornata presso le banche « chartered ». In aggiunta al tasso dello sconto applicato dall'acquirente — un « dealer » che le tiene in portafoglio —, le accettazioni bancarie sono gravate da una commissione da parte della banca accettante, che può variare da $\frac{1}{2}$ a $1\frac{1}{4}$ per cento per anno, ma che per i rischi di prim'ordine è di solito contenuta tra un $\frac{1}{2}$ e $\frac{3}{4}$ per cento. Il mercato delle accettazioni bancarie è relativamente limitato, ma in continuo sviluppo. Talune banche le acquistano per periodi brevissimi e ne

(7) Certi operatori sostengono però che l'accettazione bancaria non è in Canada necessariamente connessa con specifiche transazioni commerciali.

ALCUNI TASSI DI INTERESSE A BREVE



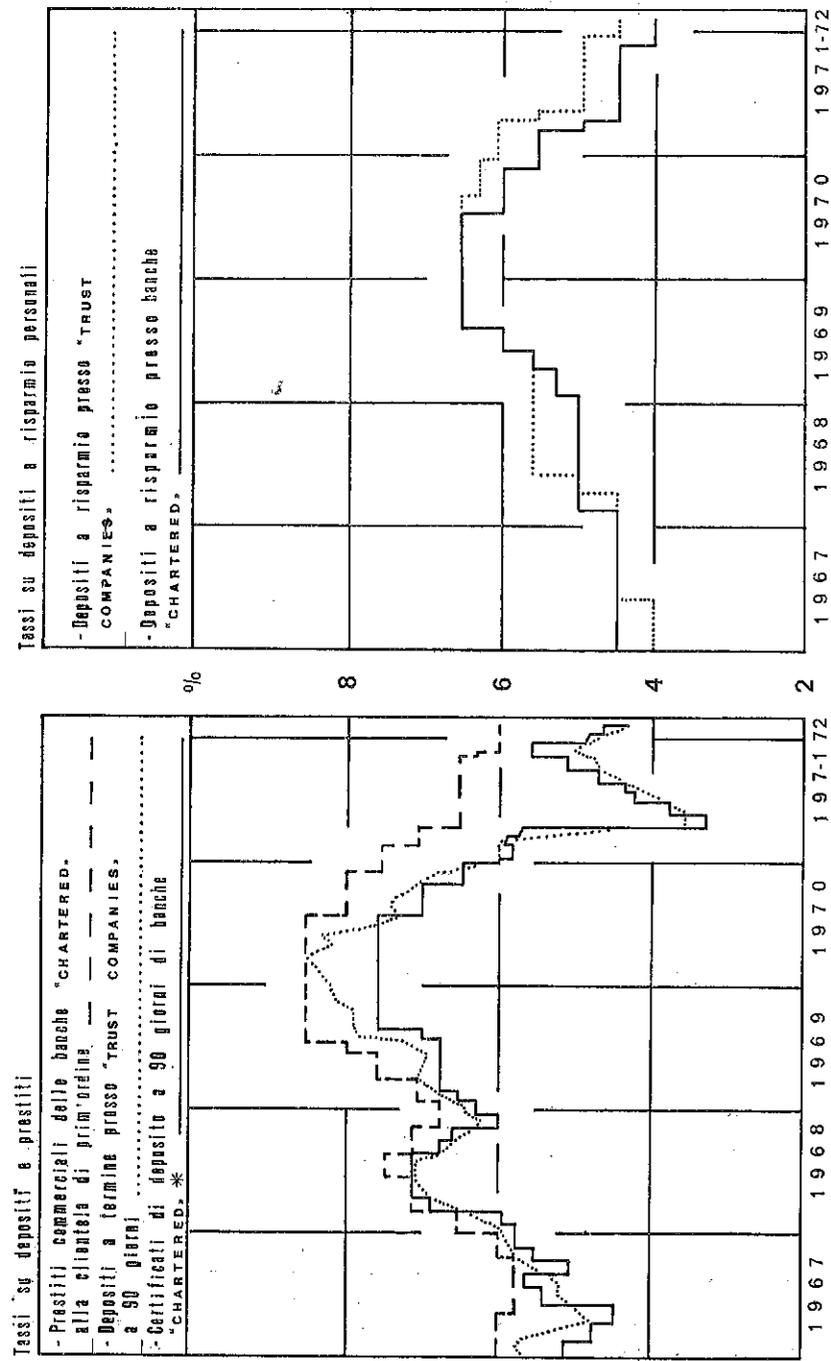
* Dal 1° novembre 1956 al 24 giugno 1962 il tasso ufficiale di sconto è stato superiore di 0,25 punti percentuali al tasso medio settimanale delle cambiali del Tesoro a 3 mesi.
Fonte: « Recent Interest Rate Developments in Canada », in *Bank of Canada Review*, febbraio 1972.

distribuiscono le scadenze in una serie di giorni per rafforzare la liquidità. Sono anche acquirenti occasionali « trust companies » e società non finanziarie.

7. - Un altro strumento cresciuto d'importanza negli ultimi anni è la carta delle banche « chartered ». La revisione decennale della legge bancaria nel 1967, che abolì talune restrizioni in materia di tassi di interesse, ha permesso alle banche « chartered » di competere apertamente ed efficacemente nel campo dei depositi a breve termine (8). Lo strumento che probabilmente ebbe la maggior dif-

(8) Il successivo rapido aumento dei tassi di interesse sulla carta bancaria portò a distorsioni della struttura dei tassi di interesse del mercato monetario, poiché altri mutuatari, per restare competitivi, dovettero aggiustare i loro tassi a quelli offerti dalle banche. Nell'ottobre del 1967 la Bank of Canada esercitò un'azione moderatrice sui tassi offerti dalle banche ai depositanti con metodi di « persuasione morale »; ma l'azione moderatrice cessò nell'ultima parte del 1970.

ALTRI TASSI DI INTERESSE CANADESI



* Media dei tassi tipici indicativi prima del novembre 1970; successivamente, media dei tassi effettivamente corrisposti.
Fonte: «Recent Interest Rate Developments in Canada», in *Bank of Canada Review*, febbraio 1972.

fusione in un primo momento fu la « bearer deposit note », emessa per la prima volta intorno al 1965. In seguito sembra aver assunto maggior importanza l'emissione di « deposit receipts » e di « certificati di deposito » di grosso importo. Nella fase iniziale un certo numero di società e individui, che usavano tenere ingenti depositi a vista a basso tasso d'interesse presso le banche, li convertirono nel nuovo tipo di carta bancaria per avere un maggiore rendimento. La carta delle banche « chartered », sebbene sia oggetto di acquisti in proprio da parte di « dealers » e da questi anche utilizzata a garanzia di prestiti, non ha mai goduto di un mercato attivo.

Le condizioni a cui i suddetti strumenti vengono negoziati variano molto, e così la loro liquidità. In senso stretto non si tratta di carta del mercato monetario; ma i « dealers » intervengono, pronti a consigliare e assecondare il collocamento di fondi in questo campo. A differenza dei certificati di deposito emessi negli Stati Uniti, che sono spesso negoziabili, i certificati di deposito canadesi non sono di solito negoziabili; i loro tassi, d'altra parte, sono diventati non concorrenziali a causa dei continui interventi di « persuasione morale » da parte della Bank of Canada. L'impiego di fondi in questo comparto è rimasto quindi limitato a persone singole e agli organismi meno esigenti nei loro investimenti.

Il comparto del mercato monetario in cui le banche « chartered » hanno maggiormente allargato, per ovvi motivi, la loro attività è quello della carta internazionale. Per esempio, le filiali di New York delle banche « chartered », sebbene non autorizzate ad accettare esse stesse depositi (per questo la Regulation Q statunitense sui tassi passivi massimi non è loro applicabile), hanno potuto nondimeno svolgere un'intensa attività di raccolta di fondi negli Stati Uniti come passività dirette delle rispettive amministrazioni centrali canadesi. Questa attività è venuta rapidamente crescendo, perché molti prestatori statunitensi, sia società sia istituti finanziari, hanno spesso trovato che depositi in dollari statunitensi a scadenza fissa presso banche canadesi offrivano rendimenti più elevati di corrispondenti operazioni negli Stati Uniti. Inoltre, questi depositi, se intestati ad americani, non erano soggetti né alla ritenuta d'acconto canadese del 15% a carico dei non residenti, né alla tassa statunitense per la perequazione degli interessi; e, se intestati a canadesi, evitavano la ritenuta d'acconto del 15% applicata dagli Stati Uniti a carico dei non residenti.

Le banche « chartered » possono poi offrire all'investitore a breve termine che dispone di dollari canadesi tassi di interesse attraenti su depositi « swapped ». L'operazione è nota come « swap » bancario: consiste essenzialmente in un deposito di dollari statunitensi da parte di un investitore canadese, deposito assistito da una garanzia contro i rischi di oscillazione del corso del cambio: di nuovo, non è soggetto alla ritenuta d'acconto statunitense del 15%. Per ottenere un tasso di interesse equivalente al rendimento di uno « swap » bancario, l'investitore che dispone di dollari canadesi deve dapprima convertirli in dollari statunitensi in modo da costituire il deposito; e, per garantirsi contro i rischi di cambio per la durata dell'investimento, stipula la riconversione in dollari canadesi alla prefissata data di scadenza. La doppia conversione, cioè lo « swap », ha luogo a tassi di cambio che formano parte integrante del rendimento dell'investimento. In pratica, le banche « chartered » quotano un rendimento complessivo (in termini di dollari canadesi), che include sia il tasso del deposito in dollari statunitensi sia l'effetto dello « swap ». Questi rendimenti possono variare notevolmente, a seconda della durata del deposito, dei cambi a termine correnti e della banca interessata all'operazione.

Le banche canadesi possono infine, a certe condizioni, investire in certificati di deposito negoziabili in eurodollari statunitensi. Si tratta di certificati emessi da filiali londinesi di banche « chartered » o da banche statunitensi, e soggetti alla disciplina vigente nel Regno Unito. Essi sono emessi al portatore, a un tasso di interesse calcolato su una base di 360 giorni. Non sono rimborsabili prima della scadenza, ma un importante mercato secondario funzionante a Londra ne assicura la liquidità, in conformità, è ovvio, con le mutevoli condizioni del mercato stesso.

Anche i « dealers » hanno contatti con mercati esteri. Per esempio, una parte della carta commerciale canadese è venduta negli Stati Uniti su raccomandazione di « dealers ». Costoro hanno inoltre clienti in Europa e taluni rapporti continui con importanti banche londinesi e con « merchant banks », che possono esse stesse talvolta tenere in portafoglio carta canadese.

8. - Nel campo dei depositi sono concorrenti assidui, in Canada, le « trust companies ». Sono circa 50 le « trust companies » canadesi, con oltre 500 dipendenze. La maggioranza sono munite di autorizzazione provinciale, ma parecchie delle più importanti sono sorte

per autorizzazione federale ai sensi del « Trust Companies Act »; in ambedue i casi, comunque, dato il rigore delle condizioni cui è subordinata la loro costituzione, godono di ottima reputazione. Nel 1971 i depositi presso le « trust companies » erano vicini a 6,5 miliardi di dollari. La grande varietà dei tipi di operazioni svolte e delle disposizioni di legge che le regolano rendono difficile riassumere le caratteristiche dei titoli emessi dalle « trust companies », titoli che hanno denominazioni svariate (9). Le scadenze variano, da titoli rimborsabili con preavviso di ventiquattro ore a titoli a cinque anni. I tassi di interesse sono in genere compresi tra quelli offerti da effetti di « finance companies » di prim'ordine e quelli pagati su strumenti analoghi di banche « chartered ». La liquidità dei titoli a scadenza fissa — non redimibili e non trasferibili — è limitata; ma talvolta la « trust company » che li emette può rinunciare alle clausole restrittive con accordi particolari.

9. - Sebbene, sotto certi riguardi, i « dealers » operino più come « brokers » che per conto proprio, tutti tengono scorte di titoli, anche quelli minori che pure non intervengono, come i più importanti, in tutti i comparti. E poiché il capitale e le riserve forniscono non più che una base per la loro attività, il grosso dei fondi occorrenti deve essere preso a prestito. Quali le fonti di questi prestiti?

La fonte principale e tradizionale è costituita dai prestiti « alla giornata » delle banche « chartered ». Notevoli fondi possono essere prestati in questo modo ai sedici « investment dealers », che hanno accordi di vendita-riacquisto con la Bank of Canada, contro garanzia di cambiali del Tesoro e di obbligazioni governative aventi scadenza inferiore a tre anni, e in misura limitata contro accettazioni bancarie. I prestiti giornalieri sono negoziati — per telefono, e confermati con lettera — soltanto in multipli di 100 mila dollari. Il loro tasso di interesse è noto come « tasso giornaliero »; esso è di solito (ma non sempre) inferiore al rendimento delle cambiali del Tesoro a 91 giorni; di conseguenza i « dealers » possono in genere finanziare i loro portafogli senza rischi di perdita. Ogni variazione del « tasso giornaliero » è comunicato per telefono, e i prestiti alla giornata

(9) Di solito recano il prefisso « garantito »: per esempio, « Guaranteed Investment Receipts », « Guaranteed Investment Certificates ». La « garanzia » si riferisce al fatto che, in caso di insolvenza della « trust company », il titolare di un titolo della medesima gode di una posizione di privilegio sulle attività della debitrice.

possono essere disdetti in tutto o in parte con una telefonata da parte di ognuno dei due contraenti entro mezzogiorno.

Norme riguardanti i « margini » sono oggi fissate dall'associazione degli « investment dealers » (10). Per prestiti alla giornata i « dealers » rispettano un margine minimo compreso fra un decimo e un mezzo per cento del valore di mercato dei titoli dati in garanzia (l'esatta misura è concordata tra le parti). Il margine assume la forma di un supplemento di titoli, o di un assegno pagabile al prestatore e che rimane allegato ai titoli consegnati — assegno da incassare soltanto nel caso in cui il « dealer » manchi di onorare i suoi obblighi all'atto della richiesta di rimborso del prestito. Di solito, il « dealer » si riserva di sostituire altri titoli accettabili da parte del prestatore a quelli impegnati che dovessero essere oggetto nel frattempo di vendita.

Le banche « chartered » fanno anche largo uso di « call loans » — prestiti che possono essere concessi anche da società non finanziarie e da « trust companies » (talvolta chiamate in gergo « banche di campagna ») (11). Il meccanismo dei « call loans » è simile a quello dei « prestiti giornalieri ». La differenza principale è la varietà dei titoli impegnati a garanzia e dei tassi applicati (in genere più elevati). Inoltre, i « call loans » possono essere prolungati per periodi superiori alle ventiquattro ore, mentre i prestiti giornalieri sono di solito di durata quotidiana.

Per i « call loans » le banche « chartered » applicano tassi di interesse oscillanti intorno al « prime rate ». I tassi sogliono essere negoziati per i prestiti non provenienti da banche « chartered », e, quando è data in garanzia carta commerciale, anche per i prestiti delle banche « chartered ». I titoli in garanzia vanno dalle obbligazioni a medio e lungo termine del Governo canadese alle cambiali e obbligazioni dei Tesori delle provincie, dalla carta delle municipalità più importanti alle note di deposito al portatore delle banche « chartered », dalle obbligazioni di società alla carta finanziaria e commerciale a breve termine di primissimo ordine. Molti dei prestiti concessi da organismi diversi dalle banche « chartered » sono garantiti da carta commerciale, nei cui riguardi certe banche, seb-

(10) In origine (i prestiti giornalieri risalgono al 1954) il margine era concordato tra la Bank of Canada e i « dealers ».

(11) Il termine « country banks » suole anche comprendere le provincie (e certe istituzioni che ne dipendono) e talune delle maggiori municipalità, che pure concedono « call loans ».

bene l'accettino con minore riluttanza di una volta, sono ancora molto prudenti. Talune banche « chartered » preferiscono non accettare le carte emesse da organismi che sono anche loro clienti (si tratterebbe altrimenti di un surrogato di un prestito), e pongono un limite massimo all'importo complessivo che sono disposte ad accettare.

Un'altra fonte importante di finanziamento possono considerarsi le operazioni di vendita con patto di riacquisto — anche se, in realtà, più che di un mezzo di finanziamento di portafogli titoli, si tratti soprattutto di uno strumento per agevolare un cliente e fornirgli titoli di una particolare scadenza che altrimenti non sarebbe in grado di procurarsi (talvolta il cliente, sottoponendosi a una penale, ha anche la possibilità di ritirarsi). Formalmente l'operazione implica l'acquisto da parte dell'investitore di cambiali del Tesoro o, spesso, di carta commerciale, che scade un po' oltre la data specificamente richiesta. In pari tempo il « dealer » si impegna a riacquistare le cambiali o la carta prima della scadenza, nella specifica data in cui i fondi sono richiesti dall'investitore. Tra i prezzi di acquisto e i prezzi di vendita c'è una differenza prefissata, tale che l'investitore acquisisce un rendimento fisso sulla somma investita per il tempo desiderato. Tra i clienti con cui simili operazioni sono praticate vi sono società non finanziarie, « trust companies », governi provinciali e talvolta « finance companies ». Queste operazioni possono sorgere in circostanze varie, come mezzo di assorbire fondi temporaneamente eccedenti. Talvolta sono connesse con altri aspetti dell'attività dei « dealers »: per esempio, un « dealer » può anche aver l'incarico di dirigere emissioni di società non finanziarie o di governi provinciali; i ricavi di tali emissioni, quando non occorrono immediatamente agli emittenti, possono essere provvisoriamente reinvestiti presso il « dealer » con un'operazione di vendita di carta a breve con patto di riacquisto.

Nonostante queste varie possibilità di finanziamento, possono esserci momenti in cui i « dealers » hanno difficoltà a reperire i fondi necessari per gestire le scorte di titoli. Di qui l'esigenza di un prestatore di ultima istanza. È tale la Bank of Canada, presso la quale ciascun « dealer » autorizzato ha una linea di credito cui ricorre sulla base di accordi « purchase and resale » (PRA) di titoli a breve del Governo canadese e di accettazioni bancarie (12); ma

(12) Nessun altro tipo di carta è accettato in garanzia di anticipazioni concesse dalla Bank of Canada a « dealers ».

un « dealer » può ricorrere alla Bank of Canada soltanto quando non abbia prestati alla giornata da banche « chartered »; inoltre, soltanto il 15% delle linee di credito può essere utilizzato contro accettazioni bancarie. Le linee di credito concesse dalla Bank of Canada sono ovviamente rivedute di tempo in tempo. Nel ricorrere alla Banca centrale il « dealer » — l'iniziativa è sua — ha la scelta di due tassi di interesse: il tasso ufficiale di sconto oppure la media più recente del tasso delle cambiali del Tesoro a 91 giorni + 0,25%. In certi momenti il tasso ufficiale di sconto e il tasso delle cambiali del Tesoro hanno presentato notevoli divari. Il tasso medio delle cambiali del Tesoro + 0,25% ha più probabilità di essere molto vicino al tasso di mercato. La possibilità di scegliere fra i due tassi si applicava, dopo il 1968, ai due terzi delle linee di credito; per il restante terzo i tassi dovevano essere negoziati; questo meccanismo era stato deciso dopo un generale aumento delle linee di credito (verso la fine del 1968), concordato per soddisfare le accresciute esigenze dei « dealers ». (Nello stesso torno di tempo anche le banche « chartered » aumentavano le loro linee di credito.) Il 12 novembre 1970 è stato stabilito per le operazioni PRA un tasso minimo corrispondente al tasso ufficiale di sconto ridotto di 0,75%; il tasso ufficiale di sconto resta il tasso massimo.

La Bank of Canada assiste il mercato monetario anche con informazioni particolareggiate e regolari (13). E gli scambi di opinione e l'esame dei problemi correnti con i suoi funzionari si sono fatti sempre più frequenti con beneficio per l'attività dei « dealers ».

10. - In conclusione, il mercato monetario canadese ha oggi raggiunto una struttura articolata e un efficiente funzionamento. Un'accelerazione del suo sviluppo si ebbe intorno al 1958, in connessione con l'accresciuto bisogno di finanziamenti del settore pubblico. Il governo federale ha ora raggiunto un certo equilibrio, ma i governi provinciali ricorrono sempre pesantemente al mercato. Di ancora maggior importanza è stato l'aumento e la diversificazione degli strumenti negoziati. All'inizio c'era in pratica soltanto un mutuatario: il Governo; oggi c'è una molteplicità di mutuatari che utilizzano svariati strumenti. Ormai le tesorerie delle

società — e di altri organismi — sono gestiti con criteri rigorosi e margini compressi, e, per alleviare relative tensioni di liquidità, ricorrono anche a prestiti del mercato monetario (per esempio, con l'emissione di carta commerciale). Nello stesso tempo presso le banche ha assunto crescente importanza la cosiddetta « gestione delle passività », che ha accentuato l'offerta e la diversificazione di strumenti d'investimento, taluni dei quali sono diventati tipici del mercato monetario. C'è stato poi l'enorme sviluppo delle operazioni di arbitraggio sugli interessi tra i centri finanziari internazionali. E anche questo sviluppo ha avuto notevoli ripercussioni in Canada, in parte a causa della sua contiguità con gli Stati Uniti, in parte per effetto delle minori restrizioni imposte in Canada ai flussi internazionali di capitale: gli importanti legami con il mercato dell'eurodollaro ne sono un tipico esempio.

Naturalmente, al centro di questa evoluzione c'è il concorso dell'elemento umano, di un insieme di operatori di vario tipo, che hanno moltiplicato gli strumenti di negoziazione, raffinato le tecniche operative, e creato meccanismi efficienti, in continua evoluzione per adeguarsi alle esigenze degli investitori: oggi un investitore può rivolgersi al mercato monetario canadese e trovarvi impiego per qualsiasi somma e per le scadenze che desidera.

J. S. G. WILSON

(13) La pubblicazione « Weekly Financial Statistics » contiene ora la situazione dei conti della Bank of Canada, un elenco dei titoli del Governo canadese, dati riguardanti le banche « chartered » e informazioni sul mercato finanziario.

Note Bibliografiche

HERBERT V. PROCHNOW (a cura di), *The Five-Year Outlook for Interest Rates in the United States and Abroad*, Editore Rand McNally, Chicago, 1972, pagg. 278.

Come è noto, uno degli effetti più salienti dello sviluppo delle relazioni economiche internazionali di questo dopoguerra è costituito dall'incipiente creazione di un vero e proprio mercato monetario internazionale. Di qui, come rileva nella prefazione il curatore del volume, Prochnow, l'opportunità di disporre di elementi conoscitivi sul comportamento dei saggi d'interesse sui principali mercati nazionali. A questo fine sono preordinate le quindici indagini del volume relative ad otto paesi: Canada, Repubblica federale tedesca, Francia, Gran Bretagna, Italia, Giappone, Svizzera, Stati Uniti.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti — cui sono dedicati tre saggi — la previsione comune sull'evoluzione dei saggi d'interesse nei cinque anni 1972-1977 è che la tendenza sia verso una certa diminuzione rispetto agli elevati livelli raggiunti nel 1970. Nella prima indagine, il Wallich ed il Sandberg sottolineano come, nel futuro, ci si debba attendere una forte domanda di fondi, cui si contrapporrebbe un'of-

ferta relativamente debole. Il saggio reale d'interesse dovrebbe aggirarsi intorno al 4%. Le previsioni sul futuro tasso d'inflazione portano ad una stima dei saggi d'interesse nominali: se le autorità consentono un tasso d'inflazione analogo a quello dei primi anni del decennio 1960-70 (2-3%), i saggi d'interesse dovrebbero oscillare tra il 6 e ed il 7%. Le indicazioni del mercato, quali possono dedursi dalla struttura dei tassi d'interesse secondo la durata dei prestiti, sembrano condurre alla medesima conclusione.

Nel secondo studio, Shapiro e White rilevano che, negli ultimi venti anni, i saggi relativi alle nuove emissioni obbligazionarie delle grandi società private sono aumentati da un livello del 2,5% fino alle punte recenti dell'8,5-9%. I due AA. si occupano in particolare dei rapporti fra questi saggi e quelli relativi ai titoli di Stato a lunga scadenza: le previsioni sono che, per questi ultimi, i saggi scenderanno a livelli compresi tra il 5,5% e il 6%; e che i saggi a lungo termine relativi al settore privato si manterranno ad un livello superiore del 20% a quelli del settore pubblico, e quindi oscilleranno intorno al 7%.

Anche il Wojnilower, nella terza indagine, concorda su una previsione di saggi oscillanti, nei prossimi anni,

attorno al 7-7,5%; livello inferiore rispetto a quello toccato nel recente periodo di tensione, ma piuttosto alto in una prospettiva «storica».

Due indagini sono dedicate al Canada: nella prima, il Neufeld ricorda anch'egli il livello elevatissimo raggiunto dai tassi d'interesse nel 1969-70; per il futuro, un elemento sicuro è rappresentato dall'inevitabile collegamento dei saggi d'interesse canadesi con quelli vigenti sul mercato statunitense (ma con una maggiorazione intorno al 25%). A parte ciò, un fattore importante può essere rappresentato da un'espansione ciclica della domanda, che può ragionevolmente prevedersi nel prossimo futuro: questa espansione non dovrebbe però causare direttamente tensioni inflazionistiche, dato il prevedibile saggio di sviluppo reale dell'economia canadese (intorno al 6% all'anno). E' piuttosto da attendersi un forte incremento dei costi salariali, che potrebbe far crescere i prezzi tra il 3,75% e il 4,75% l'anno. Dato un prevedibile saggio d'interesse «reale» del 2,75%, i saggi nominali a lungo termine dovrebbero aggirarsi tra il 6,5% e il 7,5%. Ciò significherebbe una relativa stabilità, perché nel febbraio 1972 i titoli a lunga scadenza avevano un rendimento del 6,9%.

Nel secondo saggio sul Canada, anche lo Smith sottolinea il collegamento con il mercato statunitense e concorda sul sostanziale mantenimento in futuro di alti tassi d'interesse.

Non del tutto coincidenti sono invece le conclusioni raggiunte nelle tre indagini relative alla Francia. Nella prima, infatti, il Denizet propende per una previsione di discesa dei tassi di

interesse, specie perché dovrebbe attenuarsi la tensione derivante dal mercato dell'eurodollaro, e, più indirettamente, da quello americano, dove il tasso d'inflazione dovrebbe rallentare. Il Denizet ritiene inoltre che il Governo francese possa in futuro abbandonare l'attuale indirizzo restrittivo in campo monetario.

Invece, secondo il Gruson, non sembra possibile attendersi una diminuzione del tasso d'inflazione, e ciò vale non solo per la Francia; e anche se l'inflazione fosse contrastata con successo, il fabbisogno d'investimenti previsto dal Sesto Piano fa pensare ad un elevato livello futuro dei saggi a lungo termine.

Anche il Viaux insiste sulla forte domanda di investimenti valutabile sulla base del Piano, e sulle tensioni inflazionistiche che proverranno in futuro specialmente dal mercato del lavoro. I fattori internazionali potrebbero agire nello stesso senso: l'A. ritiene che il fenomeno inflazionistico continuerà a manifestarsi su scala mondiale, e specialmente negli Stati Uniti.

Per la Repubblica federale tedesca le previsioni sono analoghe. Hankel, nella prima indagine, pone in risalto la pressione della domanda di investimenti, sia privati — in dipendenza del ritmo accelerato di progresso tecnologico — sia pubblici. Ai fattori «reali» vanno aggiunti quelli «nominali»: il clima inflazionistico diffuso in tutto il mondo, e il rialzo dei costi di lavoro che induce gli imprenditori a domandar capitale per sostituire il lavoro sempre più caro.

Il Gleske giunge alle medesime conclusioni, pur prospettando la possibilità che una riforma del sistema monetario internazionale, che accresca i margini di fluttuazione dei cambi, determini una minore interdipendenza internazionale dei tassi d'interesse. Sul piano interno, però, i crescenti costi del lavoro riducono le possibilità di autofinanziamento delle imprese e provocano quindi una forte domanda di crediti per nuovi investimenti, cui si aggiunge la domanda del settore pubblico. La formazione di risparmio costituirà sempre un forte contrappeso, ma non potrà, presumibilmente, determinare una riduzione sensibile dei tassi d'interesse.

Lo studio di Francesco e Rainer Masera sull'Italia si divide in due parti: nella prima sono esaminate le tendenze dei tassi d'interesse negli ultimi anni, con particolare riferimento ai collegamenti tra mercato italiano e mercato internazionale; per quel che riguarda il futuro, sono presi in attenduta considerazione i probabili effetti della riforma fiscale e le influenze degli obiettivi stabiliti dalla programmazione economica nazionale. Nella seconda parte, basandosi anche sui risultati emersi dalla prima parte dello studio, viene tentata una stima numerica dei saggi d'interesse prevedibili nel quinquennio 1972-77. Risulterebbe, per la metà del 1976, un livello compreso tra l'8,5% e il 9%. Un'altra stima, basata sulla considerazione delle componenti monetarie e reali dei saggi d'interesse, conduce ad una valutazione oscillante tra un 7% relativo a titoli di Stato a breve termine e un

9,5% relativo a titoli privati a lungo termine.

Per quanto riguarda la Svizzera, René Erbe sottolinea il fatto che i saggi d'interesse sono stati in passato più moderati che altrove, sia per il forte afflusso di capitali esteri sia per l'alto tasso di formazione del risparmio. Per il futuro egli propende per una moderata tendenza alla discesa.

Nella prima indagine relativa al Regno Unito, il Bureau giunge alla conclusione che i tassi d'interesse resteranno elevati, a causa della persistenza generalizzata delle tensioni inflazionistiche, dovute alle politiche di pieno impiego e di sicurezza sociale ed al crescente potere dei sindacati. Anche l'importanza che si attribuisce alla politica monetaria, come arma contro l'inflazione, agisce nello stesso senso. Fattori di carattere più strettamente interno contribuiranno, secondo il Bureau, a mantenere i saggi inglesi intorno all'8,5% per i titoli di Stato a lungo termine e al 9,5% per le obbligazioni industriali.

Il Walters è dello stesso parere: il Regno Unito è un'economia a basso saggio di risparmio, laddove l'investimento in futuro sarà forte (anche se non come in Germania o in Giappone), sia per i programmi di modernizzazione aziendale, sia per effetto dell'ingresso nella CEE. Né ci si può attendere un'attenuazione delle tendenze inflazionistiche: i saggi d'interesse si manterranno, in media, nel quinquennio, intorno all'8%.

L'ultimo studio invece, di Shimomura, riguardante il Giappone, prevede che l'eccezionale tasso di sviluppo economico raggiunto in passato possa

attenuarsi; dovrebbe quindi diminuire l'eccesso della domanda di credito e quindi il livello dei saggi d'interesse. Anche il miglioramento della bilancia dei pagamenti e la opportunità di favorire l'esportazione di capitali dovrebbero agire — in Giappone — nella stessa direzione.

GIULIO PIETRANERA

*
**

ASSAR LINDBECK, *Gli effetti delle politiche monetaria e finanziaria - Studio sull'analisi monetaria*, UTET, Torino, 1971, pagg. 350.

Assar Lindbeck, in numerosi saggi in svedese e in inglese, ha trattato sia di problemi strettamente teorici, sia di problemi pratici riguardanti le politiche economiche della Svezia e di altri paesi, preoccupandosi del nesso fra ricerca teorica e ricerca applicativa. Tale orientamento caratterizza particolarmente il presente libro, nel quale l'A., sulla base di un'analisi microeconomica delle famiglie, delle imprese e degli istituti di credito, costruisce un modello idoneo a discutere problemi di teoria monetaria e finanziaria abbastanza recenti (sino al 1965, data dell'edizione inglese). A tale scopo, egli apporta numerose modificazioni a parti della teoria micro e macroeconomica (già fissate da Don Patinkin e da Bent Hansen) con l'intento di tener conto sia di un certo numero di fattori, riguardanti particolarmente le condizioni monetarie e finanziarie più rilevanti, sia di studi empirici sistematici importanti per il comporta-

mento dei soggetti economici. Per rendere possibile l'ordinamento sistematico delle varie interrelazioni dell'analisi, i modelli sono formulati in termini matematici, ma riassunti nel cap. VIII che espone in linguaggio comune i risultati della ricerca. Spazio considerevole è dedicato a problemi metodologici e tecnici (cfr. « Introduzione », ove sono considerate le conseguenze per l'analisi di ipotesi e di tecniche alternative).

I capitoli II e III formulano funzioni di comportamento per le famiglie e per le imprese. Nel caso dell'attività economica delle famiglie, si suppone che una famiglia-tipo si comporti in modo da raggiungere una posizione di ottimo rappresentata da funzioni nelle quali appaiono il reddito disponibile (alternativamente, i tassi di salario netti di imposta), le disponibilità iniziali delle varie attività patrimoniali (incluso l'indebitamento), i tassi di interesse, i coefficienti di guadagno di capitale su varie attività finanziarie (se sono presenti), il tutto espresso in termini reali.

L'A. dedica particolare attenzione al problema degli « effetti di ricchezza » (mutamenti patrimoniali) sul comportamento delle famiglie (e delle imprese). Il significato economico di questa ipotesi « patrimoniale » è che le preferenze delle famiglie mutano, in determinato modo, al crescere della ricchezza. Più specificamente, per ottenere un modello nel quale un mutamento temporaneo di reddito ha effetti sulla spesa più forti degli effetti di un mutamento della ricchezza iniziale dello stesso ammontare, sembra essenziale assumere che per la famiglia la

valutazione marginale della ricchezza rispetto al consumo sia una funzione positiva (cioè che, per esempio, un aumento di ricchezza costituisca un incentivo al consumo).

Per quanto riguarda la teoria microeconomica delle imprese, adatta per un'analisi di certi problemi di politica monetaria e finanziaria, l'A. avanza l'ipotesi che l'impresa abbia un insieme di obiettivi più ampio di quello della massimizzazione del profitto (o del valore capitale dell'impresa). In particolare, considera due tipi di fattori finanziari che, sempre sulla base di osservazioni empiriche, sembrano essere importanti per il comportamento delle imprese (particolarmente per l'investimento): a) la disponibilità di fondi interni; b) la disponibilità di credito (cfr. per questo aspetto il capitolo VII). Il primo fattore riguarda la volontà dell'impresa di prendere a prestito; il secondo l'effettiva capacità. L'A. discute nel cap. III le ipotesi di entrambi i tipi che possono essere proposte per spiegare perché le imprese non cercano sempre di acquistare i beni capitali che rendono massimo il profitto o il valore capitale dell'impresa. Il Lindbeck ragiona in questo caso su un'impresa-tipo introducendo l'ipotesi della « riluttanza al debito ». Dato il peso della « riluttanza al debito », egli sottolinea l'importanza della disponibilità di fondi interni per la politica dell'impresa, esaminando separatamente la politica degli ammortamenti e dei dividendi, non in termini analitici (il che è impossibile), ma in base alle ricerche empiriche in materia.

Nel cap. IV, le funzioni microeconomiche per le famiglie e per le im-

prese vengono applicate per analizzare gli effetti diretti (« effetti di impatto ») di varie misure di politica monetaria e finanziaria: per esempio, di un mutamento dei tassi d'interesse, o di una modificazione della tassazione dei profitti.

Il cap. V è dedicato alla esemplificazione delle funzioni microeconomiche e alla loro ricomposizione in termini aggregati. In tal modo si ottiene un modello macroeconomico statico che rende possibile un'analisi anche degli effetti indiretti. Con tale modello l'A. analizza: a) gli effetti diretti sul comportamento economico di vari spostamenti di parametri indotti da misure di politica monetaria e finanziaria; b) la catena degli effetti indiretti, sin dove è possibile; c) le politiche alternative per contrastare o eliminare gli effetti di perturbazione di cui al punto a). Vengono così considerati gli effetti (dei vari tipi di intervento: tassazione del reddito e del profitto, imposte indirette sui beni di consumo e su quelli capitali, spesa pubblica per beni e servizi, operazioni di mercato aperto, e così via) sulle risorse ripartite fra usi privati e pubblici, tra produzione di beni di consumo e produzione di beni capitali, nonché gli effetti sulla distribuzione del reddito.

Nel cap. VI il maggior problema affrontato è quello di modificare l'analisi macroeconomica del cap. V quando si considerino esplicitamente le attività degli istituti di credito, che il Lindbeck classifica in « banche ordinarie » e « intermediari non monetari », supponendo in prima approssimazione che ciascuno di essi crei un solo tipo di passività. In seconda ap-

prossimazione, si suppone che la differenza fra i due tipi di istituti di credito sia minima e che le banche ordinarie creino anche depositi a risparmio.

Una modificazione ovvia dell'analisi macroeconomica del cap. V si è presentata come necessità di considerare simultaneamente il comportamento degli istituti di credito e quello degli altri operatori (famiglie, imprese e Governo). L'A. si sofferma su casi in cui le modificazioni da introdurre sono notevoli. Un esempio è l'analisi degli « effetti di ricchezza » sul comportamento dei soggetti economici. Il risultato più importante a questo proposito è fondato sull'ipotesi che gli istituti di credito abbiano un atteggiamento passivo nei confronti della loro posizione debitoria, contrariamente all'atteggiamento delle famiglie e delle imprese. Così, mentre è concettualmente dubbio parlare di creazione di scorte monetarie eccedenti « non desiderate » per le famiglie e per le imprese, il dubbio non sussiste per gli istituti di credito. Le loro disponibilità di moneta legale aumentano automaticamente quando le famiglie e le imprese decidono di tenere maggiori disponibilità di crediti verso gli istituti di credito. Il concetto di disponibilità monetarie « non desiderate » quale strumento analitico è dunque probabilmente più significativo nell'analisi dell'attività degli istituti di credito che nell'analisi delle famiglie e delle imprese. L'analisi, per esempio, delle operazioni di mercato aperto e degli « effetti di ricchezza » nella politica finanziaria muta rispetto a quella svolta nel cap. V, quando si

prendono in considerazione gli istituti di credito (cfr. p. 245 segg.).

L'opera di Lindbeck si colloca in posizione onorevole nella tradizione svedese degli studi monetari e finanziari, per complessità di impostazione e rigore analitico, trovando i suoi limiti soltanto nel tipo di materiale empirico utilizzato, prevalentemente svedese. Dal punto di vista metodologico, si può osservare che l'A. concepisce il Governo, e quindi le relative misure di politica monetaria e finanziaria, da un lato e il sistema costituito da famiglie, imprese e istituti di credito da un altro lato, come due sfere distinte di cui la prima agisce sulla seconda, che reagiscono con determinati effetti; mentre, in realtà, le due sfere, per così dire, interferiscono, e, in particolare l'azione del Governo, almeno come previsione, dovrebbe essere presente nel complesso del sistema economico, e viceversa, modificando quindi i modi delle interrelazioni.

GIULIO PIETRANERA

**

AUTORI VARI, *Banking and Economic Development*, Some lessons of History. A cura di Rondo Cameron. New York, Oxford University Press, 1972, pagg. XII-267.

Sebbene le origini delle differenze di sviluppo economico risalgano assai addietro nel tempo, si è quasi certi che, almeno in termini quantitativi, la gran parte del divario tra Paesi industrializzati e Paesi arretrati si è formata nel corso dell'Ottocento. In

particolare, assume uno speciale rilievo il cinquantennio che ha preceduto la prima guerra mondiale. In precedenza si era affermata la rivoluzione industriale in Gran Bretagna, e quindi in Belgio e in Francia; mentre la Germania era all'inizio della sua grande espansione economica. A questo punto ha inizio un periodo di rapido sviluppo dei trasporti e delle comunicazioni, di larga affermazione del libero scambio, di forti migrazioni di lavoro e di capitale. Ai paesi europei ora citati si aggiungono la Svizzera, l'Olanda, le nazioni scandinave. Nei domini della monarchia asburgica si diffonde l'industria moderna, ma in maniera più lenta e meno completa. Deboli tentativi di industrializzazione hanno luogo nei paesi mediterranei. Nella Russia zarista si ha un fenomeno di limitata industrializzazione a partire del 1890. Fuori d'Europa, emergono gli Stati Uniti; e il Giappone pone le basi del suo grande futuro sviluppo; i Dominions britannici si specializzano sì nelle produzioni primarie, ma vengono permeati da moderni elementi di organizzazione sia in campo tecnico sia in campo finanziario.

Al di fuori di questi casi, nel resto del mondo l'economia moderna e l'industrializzazione danno luogo soltanto a fenomeni sporadici, isolati. Questo quadro, emerso alla vigilia della prima guerra mondiale, è sostanzialmente ancora valido. Perciò è al mezzo secolo precedente la prima guerra mondiale che bisogna guardare, per individuare i motivi che hanno condotto alcune nazioni sulla via del progresso industriale, e che ne hanno

invece lasciato molte altre in una situazione caratterizzata dalla prevalenza di tradizionali metodi di organizzazione della vita economica.

Ciò è tanto più vero, in quanto non è l'analisi economica — sia essa condotta a livello micro o macroeconomico, sia essa statica o dinamica — che può illuminarci su questi motivi; ma è piuttosto un'indagine di storia economica, un'indagine che analizzi e spieghi i mutamenti che si verificano nella tecnologia produttiva e nelle istituzioni sociali. Il mutamento tecnologico è la grande forza che conduce alla industrializzazione; le istituzioni sociali possono ostacolare o favorire l'evoluzione tecnologica. In genere, le istituzioni tendono ad una funzione di conservazione, di resistenza al cambiamento; ma esiste anche la possibilità di innovazioni istituzionali. Una di queste innovazioni, di grandissima importanza, è stata la creazione del moderno sistema bancario.

Sul ruolo della banca nello sviluppo economico i pareri degli economisti sono discordi. Punto di partenza degli studiosi, che hanno contribuito al volume in esame, è che in materia non possano stabilirsi schemi preconcepi. Il sistema bancario può essere di grande aiuto allo sviluppo, ma altri fattori — naturali, demografici, politici — possono contrastarne l'azione in senso sfavorevole; all'inverso, se questi fattori agiscono potentemente ai fini dello sviluppo, un sistema bancario inefficiente o debole può anche non costituire un ostacolo insormon-

tabile. Riconosciuto tutto ciò, va però detto che, ovviamente, la funzione della banca è, di norma, di grande importanza.

Quali sono, fondamentalmente, le funzioni del sistema bancario? La prima, che viene svolta insieme ad altre istituzioni finanziarie, è quella di intermediazione tra i risparmiatori, detentori di scorte monetarie inutilizzate, e gli investitori, che le adoperano a fini di sviluppo. La seconda, che è invece tipica della banca — almeno tra le istituzioni di carattere privato — è quella di fornire al sistema economico i mezzi di pagamento. La terza, che però può anche non essere svolta, ma che talvolta ha avuto un peso fondamentale ai fini dello sviluppo, è quella di fornire al sistema economico una guida ed una « provvista » di capacità imprenditoriali.

In un precedente volume, *Banking in the Early Stages of Industrialization*, il curatore Cameron ed i suoi collaboratori avevano esaminato il ruolo del sistema bancario nei primi cinque paesi europei che si incamminarono sulla via dello sviluppo: Inghilterra, Scozia, Francia, Belgio e Germania; nonché i casi della Russia zarista e del Giappone della dinastia Meigi. In questo volume sono analizzate le vicende del sistema bancario in quattro paesi europei che, nel corso dell'Ottocento, non riuscirono ad industrializzarsi, o vi riuscirono solo in misura inadeguata: Austria, Italia, Spagna e Serbia; vengono inoltre criticamente riesaminati i casi del Giap-

pone e — in due capitoli, il primo dei quali riguardante la sola Louisiana — degli Stati Uniti.

Tutte queste ricerche vogliono porre a disposizione degli studiosi dello sviluppo i materiali necessari a tracciare gli schemi di storia economica atti ad interpretare i motivi della differente evoluzione dei vari sistemi economici. Tuttavia, tali schemi appaiono tutt'altro che di facile elaborazione. Il più noto, che è stato tenuto presente dagli economisti che hanno collaborato al volume, è quello del Gerschenkron: orbene, pur riconoscendo la genialità del tentativo di interpretazione, e la sua felice applicazione a diversi casi storici, il Cameron rileva come esso presenti, alla luce del vasto materiale raccolto, molti punti deboli.

E' noto che il Gerschenkron ha attribuito notevole importanza al ruolo del sistema bancario nello sviluppo, in ragione inversa della « arretratezza relativa » del paese in cui il processo di sviluppo si avviava. Il Gerschenkron infatti considera l'industrializzazione come un fenomeno che si è diffuso dal suo luogo di nascita, l'Inghilterra, a paesi via via più arretrati. Dal grado di arretratezza esistente alle soglie del processo di industrializzazione dipendono poi le caratteristiche del processo stesso.

In particolare, il Gerschenkron elenca sei aspetti, riguardo ai quali la differenza dal modello inglese è maggiore, quanto maggiore è il grado di « arretratezza relativa »: la « discontinuità » del processo di avvio dello sviluppo, improvviso, rapido e tumultu-

tuoso; l'importanza della produzione su larga scala; la prevalenza dei beni di produzione sui beni di consumo; la compressione del livello di vita della popolazione; lo speciale ruolo svolto da istituzioni atte a favorire l'offerta di capitale alle imprese industriali e, in aggiunta, la «fornitura» di capacità imprenditoriali centralizzate (in mancanza di una diffusa disponibilità di tali capacità, a differenza di quanto ebbe a verificarsi in Inghilterra); è ovvio che, di tali istituzioni, il sistema bancario è un esempio fra i più tipici e importanti. Il sesto aspetto è rappresentato dallo scarso rilievo riservato al settore agricolo. Ebbene, proprio con riferimento al quinto di questi aspetti, le ricerche svolte suscitano svariati dubbi. Nel caso dell'Inghilterra, ad esempio, si può discutere se veramente il sistema bancario abbia avuto così scarsa importanza, come il Gerschenkron sembra ritenere; mentre, nel caso della Germania, un elemento di dubbio nasce dalla constatazione che il sistema bancario trovò la sua tipica, definitiva struttura quando ormai il processo di sviluppo si era sostanzialmente avviato.

Ma anche i casi esposti nel volume in esame mostrano come lo schema di Gerschenkron, pur coi suoi pregi, lasci molte zone d'ombra nella consueta interpretazione della realtà dello sviluppo nei diversi Paesi. Per limitarsi solo agli studi più interessanti, appare chiaro come, ad esempio nel caso dell'Austria, le potenzialità di sviluppo, a metà dell'Ottocento, fossero analoghe, se non superiori, a

quelle del resto della Germania; e come, ciò che più interessa in questa sede, il sistema bancario venisse assumendo una struttura analoga, e forse anche più solida, di quella che si veniva formando in Germania. Eppure, lo sviluppo economico fu ben diverso nei due Paesi. Ed anche l'atteggiamento e l'iniziativa dei banchieri: quelli austriaci furono assai meno intraprendenti e spregiudicati dei loro colleghi tedeschi; preferirono spesso, ad esempio, i sicuri investimenti in titoli di Stato al sostegno delle nuove e rischiose attività industriali. Ciò fu dovuto, probabilmente, in buona parte al diverso comportamento del potere politico nell'uno e nell'altro Stato: il Governo asburgico fu assai più perfezionista di quello tedesco, molto meno favorevole alla formazione di grandi cartelli industriali e bancari, molto meno interessato alle prospettive che si aprivano nell'economia mondiale.

Un caso analogo si presenta, per quel che si riferisce all'esperienza italiana. Qui riscontriamo un periodo di sia pur limitato sviluppo, a partire dalla fine dell'Ottocento: sviluppo che sembra confermare le linee degli schemi interpretativi del Gerschenkron (in particolare per quel che riguarda il ruolo attivo svolto dal sistema bancario). Ma se si considera anche il primo trentennio dopo l'Unità, si osserva come la struttura del sistema bancario fosse sostanzialmente analoga, nel periodo 1861-1893, a quella del successivo periodo 1894-1914: il Credito Mobiliare, ad esempio, occupava, dal 1863 al 1893, la stessa posizione, nel sistema economico, che sa-

rebbe stata in seguito occupata dalla Banca Commerciale Italiana. Che cosa può aver dunque impedito al sistema bancario di svolgere, nel primo trentennio dell'Unità, la funzione che invece riuscì a svolgere, sia pure parzialmente, in seguito? Anche in questo caso occorre probabilmente far riferimento a fattori di vario ordine (arretratezza dell'agricoltura, analfabetismo, scarsità di risorse naturali sfruttabili) e specialmente di ordine poli-

tico (la fragilità del sistema finanziario pubblico, la guerra del 1866 con l'Austria, il conseguente corso forzoso).

In altre parole, il ruolo del sistema bancario non può essere considerato a sé stante, ma occorre tener conto di una lunga serie di altri fattori, legati specialmente ai criteri della strategia politica di sviluppo dei governi, che ne condizionano largamente l'efficacia.

GIULIO PIETRANERA

Publicazioni ricevute

BALASSA, BELA: *Estructura de la Proteccion en Paisen en Desarrollo, México*, 1972, pagg. 502. Publicado para el Banco Internacional de Reconstruccion y Fomento y el Banco Interamericano de Desarrollo por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, « Estudios ».

CAMPOLONGO, ALBERTO: *Organizzazioni economiche internazionali*, Seconda Edizione, Centro Studi sulle Comunità Europee, CEDAM, Padova, 1972, pagg. 517.

[Il volume apre una Collana di saggi programmata dal Centro Studi sulle Comunità Europee, istituito nel 1947 dalle tre Facoltà di Giurisprudenza, Scienze politiche ed Economia e Commercio dell'Università di Pavia con l'obiettivo di approfondire lo studio scientifico dei problemi sollevati dalla creazione e dal funzionamento delle Comunità d'Europa.

Questa seconda edizione aggiorna e approfondisce la prima del 1948 e la amplia con la considerazione di numerose altre organizzazioni economiche internazionali. Si va così dalle organizzazioni a scala mondiale come l'ONU, il FMI, la Banca mondiale e il GATT; a quelle a scala europea come le Comunità europee, l'EFTA e il Comecon; a quelle extra-europee come gli Istituti per il finanziamento dello sviluppo. Per ciascuna istituzione sono trattate le origini e le finalità, la struttura istituzionale, le funzioni, l'attività svolta nei vari settori, i risultati ottenuti e i problemi oggi aperti.]

CENTRO STUDI SUI SISTEMI DI TRASPORTO: *I comportamenti, gli atteggiamenti e le motivazioni del pubblico in relazione alla mobilità ed ai trasporti nelle aree urbane*, Roma, 1971, pagg. 73. « Quaderno n. 1 ».

CENTRO STUDI SUI SISTEMI DI TRASPORTO: *Principi e tecniche di previsione per la domanda futura di trasporto urbano*, Roma, 1971, pagg. 180. « Quaderno n. 2 ».

CENTRO STUDI SUI SISTEMI DI TRASPORTO: *Un'applicazione di analisi dei sistemi al trasporto interurbano: il corridoio Boston-Washington*, Roma, 1972, pagg. 257. « Quaderno n. 3 ».

Finanza (La) pubblica di una grande città, a cura di Gianni Zandano, Torino, 1972, pagg. XXI-365. Associazione Piemonte Italia.

[Il volume, dedicato all'analisi della finanza del Comune di Torino, è un contributo — realizzato con ampia conoscenza di indagini straniere, soprattutto americane — agli studi dei riflessi, sulla finanza locale, della formazione di grandi aree metropolitane. Esso continua

un discorso iniziato in un precedente saggio (1970), e diretto ad esplorare le possibilità di applicazione agli enti locali di più moderne ed efficienti tecniche di programmazione finanziaria, soffermandosi in particolare:

a) sulle tecniche di previsione finanziaria idonee a determinare le risorse disponibili per l'attuazione delle spese d'investimento;

b) sulle procedure e sui criteri metodologici per stabilire graduatorie e precedenza tra progetti di spesa pubblica di cui il vincolo di bilancio non consenta la simultanea attuazione.]

GENNARO, PIETRO: *La misura dell'atteggiamento verso il rischio nel comportamento imprenditoriale*, A. Giuffrè Editore, Milano, 1972, pagg. 217. « Università degli Studi di Pavia, Facoltà di Scienze Politiche - Istituto di Statistica ».

[Lo studio rientra nel campo delle indagini per la verifica empirica di talune note teorie sulle scelte degli individui di fronte al rischio ed ha avuto origine da un esperimento condotto nel secondo semestre del 1969. Suo intendimento è stato quello di accertare e misurare, mediante interviste, l'atteggiamento dei dirigenti d'impresa nelle scelte tra risultati certi e risultati incerti, in modo da verificare con quale aderenza o discordanza sia seguito il modello razionale delle decisioni secondo le speranze matematiche.

I risultati presentano naturalmente una variabilità piuttosto elevata, che però non sembra in generale influenzata dalle caratteristiche personali degli intervistati e dall'ampiezza del loro orizzonte economico.]

MELE, RENATO: *L'industria enologica nel Mezzogiorno*, Napoli, 1972, pagg. 273. « CESAN, Centro di Studi Aziendali Giuseppe Cenzano » « Collana di Studi e Ricerche diretta dal prof. Lucio Sicca n. 7 ».

[Nel 1969 il Consiglio Direttivo del CESAN (Centro di studi aziendali Giuseppe Cenzano) deliberò di affrontare in modo sistematico e approfondito lo studio di uno dei più tradizionali settori industriali del Mezzogiorno, quello alimentare. Portato a termine il programma di ricerche che ha interessato il comparto conserviero, quello pastario e quello oleario, il presente volume, che si occupa dell'industria enologica, completa il ciclo delle indagini, mettendo a disposizione degli interessati una documentazione aggiornata e fondata su rilevazioni dirette, oltre che sulle fonti ufficiali di informazione.

Principali aspetti e problemi considerati: produzione e consumi globali e pro capite dell'Italia dal 1950 al 1970; struttura dell'industria enologica meridionale e raffronti con la situazione dell'Italia settentrionale e dell'Italia centrale; evoluzione della tecnica produttiva; approvvigionamento di materie prime; mercati di sbocco, problemi della distribuzione, peso dell'intermediazione.]

PACI, SERGIO: *Il mercato finanziario internazionale. Caratteristiche strutturali e funzionali e partecipazione italiana*, Istituto di Economia Aziendale dell'Università Commerciale « L. Bocconi », Milano, 1972, Serie VII, n. 17, pagg. 82.

[Da una decina di anni — osserva l'A. — è sorto un mercato creditizio internazionale che, superate iniziali incertezze, ha raggiunto un'elevata efficienza organizzativa.

Nel saggio il Paci analizza innanzi tutto le operazioni formalmente caratterizzate da lunghi vincoli temporali (tralasciando quelle che presentano solo di fatto tali caratteristiche)

e che si concretano nella concessione di crediti in valori mobiliari e nella forma tecnica del mutuo. Esamina poi i rapporti che si sono instaurati fra detti prestiti internazionali e alcune variabili del sistema economico (capitoli I, II, III della parte prima).

La parte seconda si occupa della partecipazione italiana al mercato finanziario internazionale: dalle caratteristiche della domanda e offerta di fondi (capitolo I), ai movimenti di capitale connessi coi prestiti italiani all'estero (capitolo II), e all'influenza del mercato finanziario internazionale sulla formazione e mobilitazione del risparmio in Italia.]

Programacion financiera de corto plazo en paises latinoamericanos, México, 1972, pagg. 74. «Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos» «Ensayos».

REZZONICO, CARLO: *Il Credito*, s.l., 1972, pagg. 300.

[Il libro non si presenta come un manuale per il banchiere o per gli studiosi dell'attività bancaria in senso stretto. Piuttosto, è rivolto agli economisti che vogliono esaminare (vedi parte seconda) in quale modo l'imprenditore stabilisce le linee della sua produzione e giunge alle decisioni sui crediti da assumere o quelli da accordare. La terza parte riguarda l'intermediazione del credito ad opera della banca e costituisce una particolare analisi dei problemi posti nella parte seconda.

I riferimenti giuridici sono tratti dal diritto svizzero.]

SCHIAVONE, GIUSEPPE: *Gli Scambi Est-Ovest. Problemi e Prospettive*, Società italiana per l'organizzazione internazionale, CEDAM, Padova, 1971, pagg. 240.

[Il valore degli scambi fra Paesi dell'Occidente (cosiddetti ad economia capitalistica) e Paesi dell'Est (cosiddetti ad economia socialista) ha subito un notevole incremento tra il 1953 e il 1969, anche se la sua entità è rimasta, in quel periodo, nel complesso modesta (pochi miliardi di dollari) e molto al di sotto dei livelli possibili e auspicabili sia economicamente sia politicamente, verso i quali tendono le cifre degli ultimi anni. In questo contesto, l'A. studia i fattori storici e tecnici che hanno influenzato, e influenzano, i delicati problemi di natura politico-economica che, in materia, sono stati tante volte dibattuti (cfr. l'ampia bibliografia in Appendice.)