

Le imprese industriali italiane negli anni 1961-1972: un'analisi attraverso i bilanci delle società per azioni

1. Premessa

Il presente studio si propone di illustrare, con intenti interpretativi e di documentazione, l'evoluzione di alcuni fenomeni aziendali che sembrano avere caratterizzato il comportamento delle imprese industriali italiane nel periodo 1961-1972.

Poiché l'analisi a livello disaggregato è apparsa quella più rispondente ai fini del lavoro, in mancanza di statistiche *ad hoc*, si è fatto riferimento ai dati di bilancio di un gruppo di grandi imprese manifatturiere (1) aventi forma giuridica di società per azioni. L'aver usato, come supporto statistico, un documento in Italia ritenuto non del tutto veridico non deve spingere a valutare troppo criticamente i risultati dell'indagine. Infatti, accanto al citato svantaggio, che peraltro si è cercato di superare correggendo i dati in base agli accertamenti fiscali, si è avuto l'indubbio beneficio di utilizzare l'unica fonte statistica in cui compaiono, *gli uni immediatamente riferibili agli altri*, dati reali e dati finanziari, dati sulle consistenze e dati sui flussi. La natura del vantaggio è sostanziale, in quanto, essendo le imprese contemporaneamente interessate a fatti reali e finanziari, l'esame del loro comportamento non può prescindere da un sistema di dati, rigorosamente coerente almeno dal punto di vista logico, il quale rappresenti *simultaneamente e totalmente*, anche se in modo più o meno sintetico, i vari fenomeni che sono alla radice dell'attività stessa delle imprese.

(1) Si tratta delle stesse società rilevate annualmente dalla Banca d'Italia; cfr.: *Relazione Annuale*, anni 1965-1972.

2. Comportamento delle imprese durante il ciclo e nel lungo periodo: anni 1961-1971

Nella realtà economica odierna l'impresa costituisce un fenomeno dinamico di cui l'investimento è un elemento fondamentale. Vi è, infatti, una stretta connessione tra sviluppo e investimenti: questi ultimi, anche se non costituiscono la sola causa di crescita — il processo tecnologico e il lavoro hanno pure una parte rilevante — risultano essenziali nel processo di espansione, poiché, oltre all'effetto diretto sulla produzione, permettono o almeno agevolano l'attivazione degli altri fattori di sviluppo.

Nella interpretazione dell'evoluzione delle imprese, l'analisi degli investimenti e dei fattori che li determinano riveste, dunque, una importanza cruciale, fornendo in ampia misura la chiave per la spiegazione degli altri fenomeni aziendali; è in questa prospettiva che viene qui illustrato il comportamento delle imprese industriali italiane nel periodo in esame.

Negli anni '60 l'industria italiana è stata interessata ad un notevole processo di concentrazione, favorito, soprattutto all'inizio, dalle facilitazioni di natura fiscale concesse dallo Stato e sviluppatosi, in seguito, anche per le particolari difficoltà in cui sono venute a trovarsi le piccole e medie imprese in un sistema che ha rallentato il suo ritmo di sviluppo.

Con riferimento al gruppo di società manifatturiere oggetto d'indagine, si è esaminata l'evoluzione delle fusioni ed assorbimenti avvenuti nel periodo 1958-1971. L'analisi (Tav. 1) permette di dividere l'intero periodo in tre sottoperiodi: 1958-1960, 1961-1965, 1966-1971, caratterizzati rispettivamente dall'assenza di incorporazioni, da un fenomeno di assorbimento non molto pronunciato, che si potrebbe definire di razionalizzazione, e infine, da un accentuarsi del processo di concentrazione, legato verosimilmente al più difficile equilibrio tra costi e ricavi delle imprese minori ed alla situazione di sottoquotazione del mercato azionario, che ha reso conveniente l'espansione della capacità produttiva delle grandi imprese mediante l'acquisizione di impianti già esistenti. Il fenomeno in esame sembra essersi sviluppato con particolare vigore intorno ad alcuni nuclei rappresentati dalle imprese a partecipazione statale e da un gruppo di quattro grandissime imprese private, che nel complesso sono stati interessati a circa la metà delle incorporazioni avvenute in un com-

TAV. 1

FUSIONI E INCORPORAZIONI RELATIVE AD UN GRUPPO DI 423 SOCIETÀ ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA NEL PERIODO 1958-1971 PER CATEGORIA DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

Categorie Anni	Società a partecipazione statale	Società private	Complesso società	
			numero fusioni e assorbimenti	composizione percentuale.
1958	—	—	—	—
1959	—	—	—	—
1960	—	—	—	—
1961	1	3	4	1,0
1962	3	12	15	3,8
1963	3	19	22	5,5
1964	8	2	10	2,5
1965	2	13	15	3,8
1966	16	37	53	13,3
1967	4	113	117	29,4
1968	7	44	51	12,8
1969	3	27	30	7,5
1970	1	41	42	10,6
1971	4	35	39	9,8
Totale	52	346	398	100,0

Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, anno 1971.

TAV. 2

STOCK DI CAPITALE FISSO PER CLASSI DI PATRIMONIO NETTO IN UN GRUPPO DI 423 SOCIETÀ

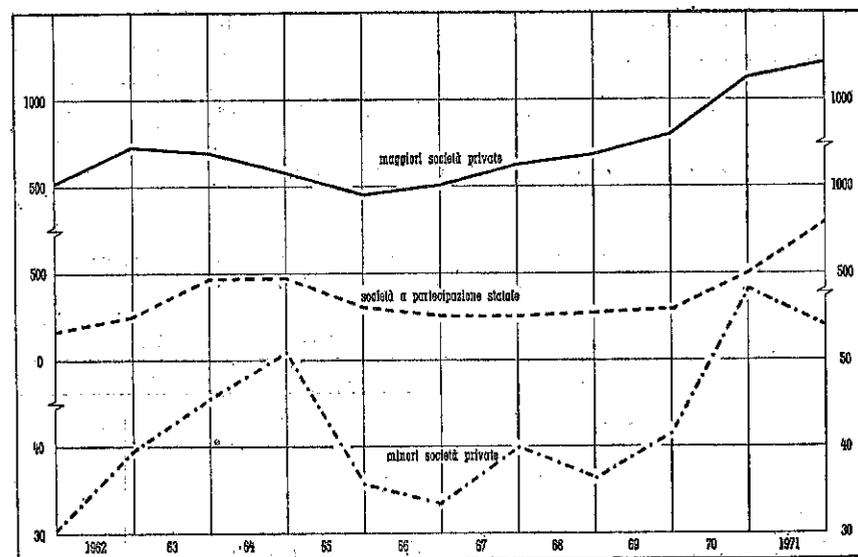
Classi di patrimonio netto (in miliardi di lire)	Stock di capitale fisso			
	1961		1971	
	miliardi	%	miliardi	%
fino a 2,5 (n. 188 società)	332,7	5,1	713,9	4,5
2,5-20 (n. 191 società)	1.849,8	28,1	4.096,4	25,7
oltre 20 (n. 44 società)	4.387,2	66,8	11.125,0	69,8
Totale	6.569,7	100,0	15.935,3	100,0

plesso iniziale di 821 società, ridottosi a 423 alla fine del periodo considerato.

L'aumento della concentrazione, tuttavia, non si è attuato soltanto mediante gli assorbimenti delle imprese minori, ma anche attraverso una attività di investimento più intensa per le grandi società. Distinguendo per classi di grandezza (2) (Tav. 2), si osserva come le imprese pubbliche e private con patrimonio netto superiore a 20 miliardi abbiano aumentato la loro importanza in termini di capitali tecnici. Rispetto a tale posta, il peso delle maggiori società è cresciuto dal 66,8 per cento nel 1961 al 69,8 nel 1971; l'incremento è da mettere in relazione, tra l'altro, al più facile accesso della grande impresa al credito degli istituti speciali e delle banche.

Il riferimento più dettagliato ai dati di bilancio consente di mettere in luce il diverso ruolo svolto dalle imprese a partecipazione statale, da quelle private di grandi dimensioni e dalle minori nelle varie fasi del ciclo, nonché di rilevare alcuni loro comportamenti caratteristici, collegati ad una visione di lungo periodo dei fatti economici e rispondenti, quindi, a specifiche strategie di sviluppo (Tav. 3).

FIG. 1
INVESTIMENTI FISSI LORDI DI 423 SOCIETÀ MANIFATTURIERE
DISTINTE PER CATEGORIA NEL PERIODO 1961-1971



(2) L'attribuzione delle imprese alle varie classi è stata effettuata con riferimento al 1967 e mantenuta invariata durante tutto il periodo.

L'andamento comparato degli investimenti in capitali fissi delle tre classi di imprese pone in evidenza: il comportamento sostanzialmente pro-ciclico — fino al 1970 — delle imprese a partecipazione statale; la maggiore attenzione posta dalle grandi imprese private nella valutazione delle tendenze cicliche di breve periodo e nelle politiche per attenuarne gli effetti sulla gestione; il ruolo « residuale » svolto dalle imprese minori (Fig. 1).

In effetti, l'attività di investimento del primo gruppo di imprese, se raffrontata con quella delle società private di uguali dimensioni, mostra più ampie oscillazioni e ritardi nel rispondere all'inversione del ciclo nella fase di ripresa. Il tasso di sviluppo degli investimenti delle partecipazioni statali risulta pari a 89,2 per cento nel 1963, cioè all'apice dell'espansione del sistema, a -35,9 nel 1965, anno di più grave recessione, e ancora negativo nel 1966, in cui ha inizio la ripresa. Diverge da tale comportamento quello delle imprese private maggiori, caratterizzato da un aumento degli investimenti del 39,4 per cento nel 1962, da diminuzioni nel 1963, 1964 e 1965 (nell'ordine 4,7, 16,0, 21,9 per cento) e da un aumento nel 1966 (12 per cento).

Per quanto riguarda le imprese minori, il ruolo « residuale » da esse svolto nell'evoluzione ciclica emerge dalla più frequente alternanza di segno nel tasso di variazione degli investimenti (1965, 1967, 1968, 1969, 1971) rispetto alle grandi società pubbliche (1965 e 1967) e private (1963 e 1966) e dalla non pronta risposta all'inversione delle tendenze cicliche.

L'attività di investimento delle grandi imprese private, meno intensa e parzialmente asincrona rispetto ai movimenti del ciclo, comporta, nelle fasi di recessione, più bassi livelli di indebitamento e, verosimilmente, minori contrazioni della capacità occupata e si riflette positivamente sulla gestione, rendendone più stabili i risultati economici (la variabilità del tasso di profitto lordo, misurata dallo scarto quadratico medio, risulta pari a 18 per cento del corrispondente tasso medio, a fronte di 34 e 31 per cento per le imprese pubbliche e per quelle private minori).

Volendo illustrare sinteticamente i comportamenti delineati, si potrebbe affermare che le società a partecipazione statale, nel costante perseguimento dell'obiettivo della massima crescita, *si espongono* agli eventi congiunturali; le grandi imprese private, adeguando la loro capacità produttiva alla domanda di lungo periodo, *si difendono* da

INVESTIMENTI, DISINVESTIMENTI, PROFITTI, RACCOLTA AZIONARIA E ALCUNI RAPPORTI CARATTERISTICI
RELATIVI AD UN GRUPPO DI 423 SOCIETÀ DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

(anni 1961-1971)

Anni	Investimenti fissi lordi	Disinvestimenti	Tasso di sviluppo degli investimenti	Tasso di espansione della capacità produttiva	Tasso di disinvestimento	Profitti lordi industriali	Tasso di profitto lordo per unità di capitale	Investimenti in partecipazioni	Versamenti degli azionisti	Pay-out sul profitto lordo	Leverage
	(miliardi)	(miliardi)	(per cento)	(per cento)	(per cento)	(miliardi)	(per cento)	(miliardi)	(miliardi)	(per cento)	(per cento)
<i>Società a prevalente partecipazione statale (n. 47 società)</i>											
1961	165,0	0,6	...	12,7	—	117,4	10,0	14,8	43,2	16,1	52,6
1962	250,0	5,3	51,5	19,2	0,4	144,1	10,9	48,0	167,3	16,1	52,0
1963	473,0	14,5	89,2	29,1	0,9	141,8	9,0	30,9	14,9	21,1	57,4
1964	475,1	27,0	0,4	22,0	1,3	134,2	6,6	— 7,7	29,9	18,9	60,8
1965	304,6	57,1	-35,9	10,0	2,3	141,8	5,7	20,7	38,5	20,7	61,0
1966	252,0	53,8	-17,3	7,3	1,9	152,8	5,6	13,5	94,2	16,4	58,7
1967	259,0	59,6	2,8	6,8	2,0	175,5	6,0	9,7	46,6	15,6	58,6
1968	275,9	26,9	6,5	8,0	0,8	190,5	6,1	34,1	11,3	15,1	58,3
1969	287,8	41,2	4,3	7,3	1,2	219,2	6,5	48,2	11,1	13,6	58,2
1970	499,5	45,3	73,6	12,5	1,3	208,2	5,7	40,2	54,8	15,2	60,2
1971	792,9	51,7	58,7	18,5	0,8	108,5	2,7	81,9	92,1	12,8	63,9
Media 1961-1971				13,9	1,2		6,8			16,5	58,3
<i>Società private con patrimonio netto > oltre 2,5 miliardi (n. 199 società)</i>											
1961	520,4	21,6	...	14,3	0,6	429,1	12,3	147,7	172,1	24,5	34,4
1962	725,2	23,4	39,4	17,6	0,6	454,6	11,4	153,7	152,9	27,5	37,0
1963	690,9	22,6	— 4,7	14,3	0,4	526,4	11,2	50,9	73,1	25,0	39,1
1964	580,6	30,1	-16,0	10,3	0,5	512,8	9,6	244,3	252,4	21,5	38,9
1965	453,6	37,2	-21,9	7,0	0,7	564,5	9,6	134,8	90,1	21,2	38,3
1966	508,2	33,0	12,0	7,5	0,5	664,9	10,5	110,4	57,6	19,5	38,8
1967	631,7	56,0	24,3	8,5	0,8	631,0	9,3	80,1	41,2	21,9	39,4
1968	689,5	102,1	9,1	8,0	1,3	738,9	10,0	57,3	20,9	19,4	38,9
1969	807,4	96,4	17,1	8,9	1,2	707,4	8,9	97,8	115,8	21,1	39,2
1970	1132,6	214,4	40,3	10,6	2,4	769,1	8,9	212,8	181,2	18,2	42,6
1971	1215,6	330,4	7,3	9,2	3,5	527,4	5,5	498,2	180,1	19,7	45,4
Media 1961-1971				10,5	1,2		9,7			21,7	39,2
<i>Società private con patrimonio netto <= a 2,5 miliardi (n. 177 società)</i>											
1961	30,2	5,8	...	10,0	2,4	24,2	9,9	0,8	6,1	19,0	40,9
1962	39,7	4,5	31,5	13,1	1,7	29,6	11,0	0,5	10,2	16,5	41,6
1963	45,5	2,0	14,5	14,3	0,7	33,6	10,4	1,1	5,3	16,1	43,7
1964	50,9	3,2	11,9	13,7	0,9	23,5	6,8	1,3	6,5	22,6	45,7
1965	35,6	1,8	-31,1	8,6	0,4	22,6	5,7	1,6	5,4	19,0	45,6
1966	33,3	5,9	- 6,5	6,4	1,4	26,9	6,3	0,8	12,8	10,4	46,0
1967	39,9	5,4	19,8	7,6	1,1	26,6	5,8	— 3,4	9,4	12,8	47,2
1968	36,3	12,3	- 9,0	4,9	2,5	26,1	5,3	— 0,9	8,5	16,9	47,1
1969	41,4	7,3	14,4	6,6	1,4	29,4	5,7	— 3,5	29,9	12,2	46,5
1970	58,1	7,0	40,3	9,3	1,3	42,3	7,7	4,0	19,8	11,6	48,3
1971	53,9	15,0	- 7,0	6,5	2,5	26,7	4,4	8,7	24,4	16,1	47,7
Media 1961-1971				9,2	1,3		7,2			15,7	45,4

essi; le aziende minori, trovandosi a soddisfare prevalentemente fasce fluttuanti di domanda, sono costrette a subirli.

Estendendo l'analisi dei tre comparti di aziende al lungo periodo, si rilevano sensibili differenze di natura strutturale, riguardanti lo sviluppo della capacità produttiva, la profittabilità, la politica dei dividendi e dell'autofinanziamento, i livelli di indebitamento (Tav. 3).

Il tasso di espansione della capacità produttiva di lungo periodo raggiunge i valori più alti per le società a partecipazione statale (13,9 per cento); seguono nell'ordine le grandi società private (10,5 per cento) e quelle private di minori dimensioni (9,2 per cento). Ulteriori informazioni sulle modalità assunte dal processo di accumulazione del capitale presso le imprese sono fornite dal tasso di disinvestimento, che rappresenta una misura del ritmo di rinnovo degli impianti. Tale tasso, praticamente identico nei tre gruppi se riferito all'intero periodo (1,2 per cento per le grandi imprese pubbliche e private e 1,3 per le aziende minori), differisce invece sensibilmente quando il confronto venga fatto anno per anno. Alla dinamica piuttosto regolare del tasso in parola nel comparto pubblico, corrisponde un andamento accelerato, a partire dal 1968, nei due settori delle imprese private.

Il fenomeno, in primo luogo, indica la costante attenzione posta dalle partecipazioni statali nel valutare l'efficienza degli impianti esistenti, interpretabile come una necessità derivante dal tipo di conduzione e dalle modalità di finanziamento. Il perseguimento di obiettivi di rapida crescita ed i connessi alti livelli di indebitamento comportano, infatti, pesanti oneri finanziari, i cui effetti sulla gestione economica possono essere limitati solo grazie alla continua difesa della produttività.

In secondo luogo, il fenomeno attesta il tentativo delle aziende private di ristrutturare l'organizzazione produttiva, a seguito delle modificazioni intervenute, negli ultimi anni, nei rapporti all'interno delle imprese. Simile condotta non sembra poter essere indicata come una conseguenza di eccesso di accumulazione di capitale in settori maturi, anche perché i settori, in cui gli investimenti e i disinvestimenti sono stati più elevati, coincidono.

Per quanto concerne le grandi imprese pubbliche e private, la comparazione dei rispettivi tassi di sviluppo dei capitali fisici non pone correttamente in risalto la differente intensità dell'espansione, in quanto le maggiori società private associano ad una minore atti-

vità di investimento in beni produttivi un più sostenuto ritmo di accrescimento delle partecipazioni industriali. Trattandosi, in gran parte, di pacchetti azionari che permettono il controllo di altre imprese, essi equivalgono all'aumento dei capitali fisici e comunque assicurano la gestione di quote aggiuntive di produzione. Assimilando gli investimenti in partecipazioni a quelli reali, le differenze tra grandi imprese pubbliche e private si attenuano e presumibilmente scompaiono in termini di tasso di accrescimento della produzione da esse controllata (a tale proposito occorre ricordare che, nel caso di possesso non integrale delle azioni di una società, ad una lira di partecipazioni corrispondono proporzionalmente più lire di impianti).

Interessanti considerazioni nascono dal confronto tra investimenti azionari e raccolta di capitali di rischio delle grandi società private. La notevole similarità della grandezza dei due fenomeni in molti anni e per l'intero periodo (fatta astrazione dal 1971, anno per molti versi anomalo, gli investimenti in partecipazioni ed i versamenti degli azionisti assommano rispettivamente a 1.290 e 1.160 miliardi) suggerirebbe l'idea che la raccolta azionaria non risponde, nei tempi lunghi, a necessità di finanziamento dell'espansione della capacità produttiva. Essa, invece, sembrerebbe rappresentare per le maggiori società private uno strumento che consente di diminuire i rischi industriali della gestione, finanziando sia la diversificazione dei rischi medesimi sia l'acquisizione del controllo della produzione di aziende esercitanti i loro stessi rami di attività, senza porre problemi di riallocazione di risorse interne.

Il diverso tasso di formazione di capitale nei tre gruppi di imprese non sembra trovare esauriente spiegazione nelle differenze tra i livelli di profitto e di indebitamento, ma piuttosto in una diversa concezione circa il modo di condurre le imprese, che si concreta nei particolari atteggiamenti degli imprenditori nell'accettare e valutare i vincoli che la realtà operativa ed economica pongono alla attività aziendale. Sotto questo aspetto si contrappongono nettamente i comportamenti delle imprese pubbliche e di quelle private, considerate nel loro complesso. Le prime si sviluppano più rapidamente pur in presenza di una più bassa redditività (tasso medio di profitto pari a 6,8 per cento, contro 9,1 delle imprese private); inoltre, non avendo problemi particolarmente pressanti per quanto concerne la remunerazione dei capitali di rischio, esse sembrano anteporre le ragioni dell'accumulazione del risparmio interno (*pay-out* pari al 16 per cento dei profitti lordi, a fronte del 21 per le imprese private), ri-

sparmio che, tuttavia, non appare adeguato a mantenere l'indebitamento su bassi livelli. Il *leverage*, strutturalmente più elevato per le imprese a partecipazione statale (58 per cento, contro 39 per le private), sta ad indicare con la sua evoluzione che anche le imprese statali ricercano un certo equilibrio tra le varie fonti di finanziamento, ma che il valore desiderato consente un maggior ricorso all'indebitamento.

Tutto ciò concorre a confermare l'esistenza di sensibili differenze nella gestione dell'impresa pubblica e di quella privata, la prima risultando più orientata in senso « manageriale », la seconda più orientata verso la massimizzazione e la stabilizzazione dei profitti e pertanto più attenta al mantenimento degli equilibri interni. Al riguardo, e per ulteriore riprova, sono da citare i risultati di una verifica econometrica dell'influenza dei livelli di indebitamento sugli investimenti lordi, effettuata sui dati aggregati di società private del campione (3).

Le conclusioni cui giunge detta analisi sono formalmente espresse dall'equazione:

$$IL_t = \left[\frac{3,548}{(1,458)} - \frac{0,070}{(0,032)} LEV_{t-1} \right] PRL_{t-1} + \frac{0,878}{(0,157)} IL_{t-1} - \frac{4,309}{(2,105)} \frac{UT_{t-1}}{ACC_{t-1}} + \frac{0,229}{(0,101)} dIL_{t-2}; \frac{SER}{\bar{IL}} = 0,101$$

dove:

IL = investimenti fissi lordi,

PRL = profitti lordi,

LEV = rapporto tra debiti e totale passivo (*leverage*),

$\frac{UT}{ACC}$ = rapporto tra credito utilizzato e accordato,

dIL_{t-1} = variabile di comodo introdotta per eliminare l'influenza sul coefficiente di IL_{t-1} delle forti accelerazioni nell'accumulazione di capitale manifestatesi nel 1960, 1961, 1962, 1970,

$\frac{SER}{\bar{IL}}$ = aliquota media di investimenti lordi non spiegati dall'equazione.

(3) G. CARDUCCI, M. CARON, F. CORULA, « Struttura patrimoniale delle imprese e finanziamento degli investimenti », in *Contributi alla Ricerca Economica*, n. 2, Banca d'Italia.

In particolare si può osservare che:

— il coefficiente dei profitti risulta non negativo per valori del *leverage* inferiori a 51 per cento, cioè

$$3,548 - 0,070 LEV_{t-1} \geq 0, \text{ per } 0 \leq LEV_{t-1} \leq 51,$$

indicando un limite massimo di indebitamento (51 per cento) plausibile sia sotto l'aspetto dell'apprezzamento del rischio da parte delle imprese stesse, sia sotto quello della sua valutazione da parte dei finanziatori;

— per quanto riguarda gli effetti quantitativi, calcolati per il valore medio del *leverage*, 100 miliardi di profitti lordi si traducono in circa 80 miliardi di investimenti lordi. Poiché il risparmio lordo delle società esaminate si commisura anno per anno abbastanza stabilmente proprio intorno all'80 per cento dei profitti lordi, l'effetto di questi ultimi sembra interpretabile sostanzialmente come effetto dell'autofinanziamento. Se il *leverage* effettivo differisce da quello medio, il risparmio di impresa tende a produrre un volume di investimenti:

a) maggiore del suo ammontare, combinandosi con fondi esterni, quando il *leverage* effettivo è minore di quello medio;

b) uguale al suo ammontare, quando il *leverage* effettivo è uguale a quello medio;

c) minore del suo ammontare, quando il *leverage* effettivo è maggiore di quello medio, in quanto parte dei profitti viene utilizzata per riportare l'indebitamento verso il livello desiderato;

— a parità di altre condizioni, l'aumento di un punto percentuale del *leverage* determina una riduzione degli investimenti pari a circa il 6 per cento che, per essere neutralizzata, richiede un aumento dei profitti di circa il 9,5 per cento. A bassi livelli di *leverage* un aumento dell'indebitamento tende ad essere più che compensato dall'aumento dei profitti, per cui il conseguente effetto sugli investimenti risulta tendenzialmente positivo.

I precedenti risultati sono sostanzialmente in accordo con la tesi del Kalecky secondo la quale « l'espansione dell'impresa dipende

dall'accumulazione di capitale che essa opera con i profitti; questo permette all'impresa di intraprendere nuovi investimenti senza incontrare gli ostacoli posti da un mercato dei capitali limitato e dal rischio crescente » (4).

3. Tendenze delle imprese durante il triennio 1970-1972

Nella Relazione della Banca d'Italia sull'anno 1972 si legge: « L'indagine annuale sui bilanci delle società manifatturiere pone in evidenza, per l'esercizio 1972, un miglioramento delle gestioni aziendali, connesso con i cenni di ripresa dell'attività produttiva e con la tendenza del processo di ristrutturazione, intrapreso dalle industrie nell'ultimo triennio, a completarsi in quasi tutti i settori. Sintomi della migliorata evoluzione congiunturale sono l'incremento dei profitti lordi e di quelli netti dichiarati in bilancio e l'aumento degli investimenti delle imprese di minori dimensioni, i quali, di norma, sono sensibilmente correlati con le tendenze cicliche di breve periodo.

Indici di una gestione delle aziende meno influenzata da eventi di natura straordinaria possono rilevarsi nel più contenuto volume dei disinvestimenti di capitali fissi (— 24 per cento rispetto al 1971) e nella rilevante diminuzione delle svalutazioni di cespiti reali e finanziari, che ha ricondotto il fenomeno a dimensioni praticamente normali ».

Alla luce dei dati parziali relativi al gruppo di società in oggetto, sembra quindi che si possa ritenere superato il punto di svolta inferiore del ciclo. Tuttavia, quello che appare più interessante dal punto di vista della dinamica delle aziende è la strategia da queste seguita per superare la crisi organizzativa, oltre che economico-finanziaria, che le ha colpite a partire dall'autunno del 1969.

A tale proposito, l'azione delle imprese si è articolata secondo tre linee strategiche:

- 1) aumento dell'intensità di capitale;
- 2) eliminazione di beni produttivi divenuti economicamente obsoleti;
- 3) aumento della raccolta azionaria.

(4) M. KALBECKY, *Theory of Economic Dynamics*, G. ALLEN and UNWIN, 1954, p. 92.

STRUTTURA DEI BILANCI DI UN GRUPPO DI 134 SOCIETÀ ITALIANE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA

Voci	1962		1971		1972	
	millardi	per cento	millardi	per cento	millardi	per cento
<i>Società con prevalente partecipazione statale (n. 9 società)</i>						
Attivo						
Immobili e impianti (*)	727,0	47,1	2.594,0	63,5	3.084,4	65,2
Scorte	208,7	13,5	538,6	13,2	621,7	13,1
Titoli e partecipazioni	214,3	13,9	364,5	8,9	357,5	7,6
Clienti e diversi	330,7	21,4	574,8	14,0	640,9	13,6
Cassa e banche	63,5	4,1	15,5	0,4	24,0	0,5
Totale attivo	1.544,2	100,0	4.087,4	100,0	4.728,5	100,0
Passivo						
Capitale sociale	446,4	28,9	549,2	13,4	548,8	11,6
Riserve	175,8	11,4	87,1	2,1	49,3	1,0
Fondi di previdenza	40,9	2,6	144,6	3,6	177,1	3,8
Debiti a medio e lungo termine	471,0	30,5	1.925,8	47,1	2.452,1	51,9
di cui: obbligazioni	6,0	0,4	3,1	—	2,7	—
Fornitori e diversi	225,5	14,6	619,6	15,2	748,2	15,8
Banche	156,0	10,1	760,9	18,6	752,8	15,9
Utile netto	28,6	1,9	0,2	—	0,2	—
di cui: distribuito	27,0	1,7	5,7	0,1	—	—
Totale passivo	1.544,2	100,0	4.087,4	100,0	4.728,5	100,0
<i>Società private (n. 125 società)</i>						
Attivo						
Immobili e impianti (*)	1.798,4	34,8	3.213,0	36,7	3.380,3	37,4
Scorte	710,8	13,7	1.627,7	18,6	1.499,3	16,6
Titoli e partecipazioni	784,4	15,2	1.755,7	20,1	1.892,0	21,0
Clienti e diversi	1.634,2	31,6	2.009,7	23,0	2.054,7	22,8
Cassa e banche	245,4	4,7	139,3	1,6	194,5	2,2
Totale attivo	5.173,2	100,0	8.745,4	100,0	9.020,8	100,0
Passivo						
Capitale sociale	1.363,2	26,4	1.694,6	19,4	1.436,6	15,9
Riserve	1.039,4	20,1	716,2	8,2	928,3	10,3
Fondi di previdenza	287,0	5,5	854,4	9,8	953,6	10,6
Debiti a medio e lungo termine	1.023,1	19,8	1.902,2	21,7	1.879,6	20,8
di cui: obbligazioni	544,1	10,5	422,2	4,8	386,8	4,3
Fornitori e diversi	1.019,4	19,7	2.247,0	25,7	2.443,5	27,1
Banche	320,2	6,2	1.279,3	14,6	1.324,6	14,7
Utile netto	120,9	2,3	51,7	0,6	54,6	0,6
di cui: distribuito	110,2	2,1	68,5	0,8	69,9	0,8
Totale passivo	5.173,2	100,0	8.745,4	100,0	9.020,8	100,0

(*) Al netto degli ammortamenti; la correzione si è resa necessaria per garantire la comparabilità dei dati sulla struttura, variata sensibilmente tra il 1971 e il 1972 anche per effetto delle eliminazioni di cespiti e dei corrispondenti storni dai fondi di ammortamento.

Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, anno 1972.

La conferma statistica del fenomeno, di cui al punto 1), si trova nel maggiore peso sul totale di bilancio che immobili ed impianti sono venuti progressivamente assumendo (Tav. 4). Per quanto riguarda ancora il punto 1) e il punto 2) occorre rilevare che nel triennio 1970-1972 la formazione di capitali fissi non sembra trovare la sua spiegazione in aspettative di immediato aumento del volume dei profitti, ma in una pluralità di fattori, riconducibili, da un lato, a prospettive di lungo periodo circa le future linee di sviluppo dell'economia italiana, e, dall'altro, alla necessità di ristrutturare la organizzazione produttiva delle imprese per superare le difficoltà connesse con gli alti costi del lavoro ed accrescere la competitività sui mercati internazionali. La concentrazione degli investimenti nei settori produttori di beni di consumo o di beni per i quali la domanda mondiale è più dinamica (metalmecanica e chimica) e nelle maggiori imprese pubbliche e private è in accordo con una visione dello sviluppo dell'economia italiana, che individua « tradizionalmente » nella domanda estera e per consumi privati i fattori propulsivi dell'economia, e nella grande dimensione delle imprese il mezzo per operare con la maggiore efficienza sui mercati interni ed esteri.

L'incremento degli investimenti appare inoltre connesso con il tentativo delle società di adeguare le loro strutture produttive alle nuove condizioni dei mercati, sia attraverso l'aumento dell'intensità del capitale sia mediante il miglioramento dello *standard* produttivo degli impianti, come attesta, peraltro, l'eliminazione anticipata di ampie porzioni degli stessi.

Per quanto si riferisce, infine, all'aumento della raccolta azionaria, si può osservare che esso corrisponde ad una opera di ristrutturazione aziendale, parallela a quella effettuata dalle società sul loro attivo mediante l'eliminazione di capitali produttivi economicamente obsoleti. Gli elevati livelli di indebitamento già raggiunti e l'affermarsi della tendenza del risparmio di impresa a perdere di importanza hanno reso problematica la conservazione degli equilibri interni delle aziende, che sono state pertanto spinte, nel tentativo di rendere più armonica la composizione del loro passivo, a emettere azioni in momenti congiunturali sfavorevoli e quindi a condizioni più gravose del normale.

L'aumento della domanda di finanziamento con azioni ha inoltre influito sulla politica dei dividendi. Nel triennio 1970-1972, la difesa dei dividendi, pur se attuata con intensità e in forme

diverse dalle varie categorie di imprese, può considerarsi una regola di condotta abbastanza generalizzata, intesa a sostenere i corsi azionari e facilitare, almeno nel breve periodo, la raccolta di capitale di rischio. Tale politica, per le società a partecipazione statale e per quelle private minori si è concretata esclusivamente in una contrazione dei profitti distribuiti inferiore a quella dei profitti stessi, mentre per le grandi imprese private ha riguardato anche il tasso di remunerazione dei capitali di rischio (capitale sociale e riserve). Il costo di tale comportamento è rappresentato dalla sensibile decelerazione del processo di ammortamento: le aliquote, che in assenza di dividendi sarebbero risultate sufficienti alla ricostituzione del costo del capitale produttivo, sono infatti scese, nel triennio, per ognuna delle tre classi di aziende, a livelli più bassi di quelli di lungo periodo.

Una simile condotta è del tutto diversa dalla distribuzione di dividendi effettuata con sacrificio del solo risparmio netto; quest'ultima, in effetti, anche nel medio periodo, può esercitare un'influenza positiva sulla raccolta di azioni, vista la tendenza del mercato azionario italiano a trascurare la capitalizzazione degli utili non distribuiti; la remunerazione degli azionisti a scapito della ricostituzione dei costi fissi, invece, deve ritenersi un fatto anomalo nei confronti di una sana gestione delle aziende, i cui eventuali effetti positivi non possono che essere di brevissimo periodo, essendo in contrasto con la conservazione della stessa potenzialità produttiva delle imprese, specialmente in un momento di intenso rinnovo degli impianti.

GIORGIO CARDUCCI

Note Bibliografiche

DWIGHT M. JAFFEE, *Credit Rationing and the Commercial Loan Market, An Econometric Study of the Structure of the Commercial Loan Market*, John Wiley & Sons, New York, 1971, pagg. XII-183.

Il rinnovato interesse al problema del «razionamento» del credito è connesso alla recente evoluzione dell'analisi monetaria, caratterizzata da due aspetti. In primo luogo, si è posta nuova enfasi sull'efficacia della politica monetaria, ritenendo che i suoi effetti non siano solo quelli — in generale abbastanza deboli — che si manifestano attraverso variazioni dei tassi di interesse, ma che anche altri «canali» giochino un ruolo di rilievo. In questo contesto assumono importanza gli «aggregati monetari» e la disponibilità del credito. In secondo luogo, si è di recente sviluppata un'analisi del comportamento dei mercati — anche finanziari — in condizioni di disequilibrio, contrapposta alla tradizionale teoria dell'equilibrio generale. Secondo quest'approccio teorico — che viene ora ricondotto al «vero messaggio» contenuto nella *Teoria Generale* di Keynes — nei diversi mercati le variazioni dei prezzi sarebbero troppo lente per garantire che quantità domandate ed offerte siano sempre in equilibrio; vi sarebbero quindi quantità «effet-

tive» (le minori fra le quantità domandate e offerte) a vincolare il comportamento dei diversi operatori. Queste analisi di disequilibrio, inizialmente applicate al mercato del lavoro (per spiegare la possibilità di disoccupazione «involontaria») e al mercato dei beni (per spiegare le basi teoriche della funzione del consumo), vengono ora estese ai mercati finanziari per spiegarne il funzionamento in condizioni di «vischiosità» dei rispettivi tassi di rendimento.

Il recente studio di Jaffee — pur senza affrontare il più vasto problema teorico della formulazione di un modello di analisi del settore finanziario in condizioni di disequilibrio — prende in esame il mercato del credito bancario e ne interpreta il funzionamento tenendo conto di caratteristiche istituzionali che impediscono il continuo mantenimento di tassi di interesse di equilibrio.

Tre sono le domande cui Jaffee vuole dare risposta:

- 1) E' razionale per le banche razionare il credito, cioè concederne ai loro clienti meno di quanto questi domandano?
- 2) E' misurabile l'ammontare di credito razionato, e la sua variazione nel tempo?

3) Quali sono gli effetti del razionamento del credito sugli altri mercati finanziari e infine sulle decisioni di spesa (e loro realizzazione) del settore industriale?

La risposta alla prima domanda si svolge a livello teorico. La «razionalità» del comportamento bancario viene interpretata alla luce di un'ipotesi di massimizzazione del profitto atteso dalla concessione di credito bancario. Formalizzando l'analisi, e unificando i contributi già forniti in argomento da vari autori (Hodgman, Miller, Freimer e Gordon, Kane e Malkiel), Jaffee ricava una curva di offerta di credito bancario che non è positivamente inclinata e che rende quindi possibile il razionamento del credito in corrispondenza di tassi di interesse di equilibrio per la banca stessa. A questo razionamento di «equilibrio» (cioè consistente con la massimizzazione dei profitti della banca) può poi aggiungersi un eventuale razionamento «dinamico», imputabile a differenze di breve periodo fra il tasso di interesse effettivamente applicato e quello corrispondente all'equilibrio della banca.

Così dimostrata la «razionalità» del razionamento, Jaffee costruisce un indice approssimato del suo ammontare. Poiché dall'analisi teorica risulta che la banca tenderà a dividere i propri clienti secondo classi omogenee di rischiosità, ma non ad applicare alle diverse classi di clienti tassi di interesse abbastanza differenziati, è chiaro che il razionamento verrà effettuato nei confronti dei clienti più rischiosi. Una *proxy* del razionamento può essere

quindi individuata nella percentuale di credito concesso ai clienti più sicuri. Quando questo rapporto aumenta, aumenta il razionamento nei confronti dei clienti più rischiosi (su queste basi si muove anche l'analisi del razionamento del credito nelle ultime due Relazioni della Banca d'Italia).

Jaffee procede quindi a stime econometriche di tre funzioni che spiegano la determinazione del tasso di interesse, la domanda di credito, e l'ammontare di razionamento (utilizzando come variabile dipendente la *proxy* suddetta). I risultati delle stime — condotte con notevole cura — confermano la rilevanza del fenomeno e danno una prima indicazione del funzionamento di questo mercato, permettendo anche di identificare gli effetti di interventi di politica monetaria (riassunti in variazioni del tasso di sconto e dei massimali sui tassi di interesse passivi delle banche).

Alla terza domanda infine, sugli effetti del razionamento, manca una risposta nuova da parte di Jaffee che in proposito si limita a riassumere le conclusioni di studi altrui: il razionamento nel mercato del credito non è compensato negli altri mercati finanziari ed incide quindi sulle imprese, in particolare su quelle di dimensioni minori.

Nel suo complesso, questo studio rappresenta una pregevole combinazione di analisi teorica e di verifica econometrica, con vari spunti originali e un'utile sintesi della precedente letteratura in argomento.

Tuttavia, come spesso avviene, se risponde a domande altrettanto ne su-

scita. Limitiamoci a sottolineare due punti che senza dubbio richiedono ulteriore studio.

La «razionalità» del comportamento bancario identificata nella massimizzazione del profitto atteso è un primo punto. Proprio per l'asserita natura oligopolistica del sistema bancario, una accurata analisi a livello istituzionale dovrebbe suggerire la possibilità di alternative «funzioni obiettivo» delle banche, ad esempio in termini di mantenimento di quote di mercato, e così via. Resta quindi da verificare se anche nell'ambito di ipotesi alternative sul comportamento bancario resti «razionale» per le banche razionare il credito.

D'altra parte, richiede ulteriori approfondimenti l'analisi dell'interdipendenza fra questo mercato e gli altri mercati finanziari (si vedano in particolare le pp. 150-2 dove si esaminano le connessioni fra mercato del credito e mercato dei capitali in modo abbastanza sbrigativo e dando l'impressione che sia possibile tutto e il contrario di tutto). Insufficiente è anche l'analisi aggregata della domanda di credito: occorrerebbe distinguere funzioni di domanda per diversi tipi di clienti, ed ancora esaminarne l'interdipendenza (ad esempio, l'eventuale insolvenza di imprese cui viene negato credito riduce anche la solvibilità delle imprese cui il credito è stato concesso).

Pur con questi limiti — o forse proprio perché ancora molto resta da fare — il saggio di Jaffee è destinato a diventare un punto di riferimento obbligato per gli studiosi del mercato del credito.

GIACOMO VACIAGO

**

ANGELO FERRO, *Il mercato dei cambi a termine*, Edizioni Cedam, Padova, 1973, pagg. 651.

CENTRE D'ECONOMIE BANCAIRE INTERNATIONALE - UNIVERSITÉ DE PARIS, *Le change à terme*, Technique Théorie Politique, Table ronde réunie à Paris les 17-19 Avril 1972, Editions Cujas, 1972, pagg. 205.

I recenti avvenimenti monetari internazionali, che hanno posto in crisi gli stretti legami che esistevano tra le monete dei paesi ad economia di mercato, hanno determinato negli operatori, che si trovano a dovere affrontare maggiori rischi di cambio, e negli studiosi, un crescente interesse per il mercato dei cambi a termine.

In questo contesto, particolare interesse presentano due recenti studi sulla struttura e sul funzionamento del mercato dei cambi a termine.

1. - Lo studio di A. Ferro tratta dei vari aspetti necessari per la conoscenza di tale mercato, sia sotto il profilo teorico-dottrinale sia alla luce degli effetti interni e internazionali determinati dai movimenti di capitale a breve nel decennio '60.

L'A., dopo aver esaminato nella prima parte la struttura del mercato nelle sue componenti di domanda e offerta, e, nella seconda, gli aspetti teorici e tecnici della teoria della parità dei tassi di interesse, analizza, nella terza parte, il comportamento dei cambi a pronti, dei cambi a termine, dei tassi di interesse e di altri indi-

catori economici relativi ad un gruppo di paesi nel decennio 1961-1970.

L'analisi dei numerosi grafici riportati consente all'A. di porre in evidenza la reciproca interdipendenza tra mercato del cambio a termine, andamento futuro di una determinata moneta e trend economico generale di un paese. In periodi di normalità, infatti, si può rilevare come il cambio a termine tenda a collocarsi all'interno dei limiti ufficiali di intervento per il pronti, mentre, allorché viene meno la fiducia nel mantenimento dei suddetti limiti, il cambio a termine tende a collocarsi al di fuori di essi.

Nella quarta parte l'A. si sofferma sulla politica del cambio a termine e sulla possibilità della manovra di questo strumento per influire sui movimenti internazionali di capitali a breve e per conciliare gli obiettivi di equilibrio interno ed esterno delle varie economie. Tuttavia, sostiene l'A., poiché gli effetti negativi che i movimenti di capitali a breve termine provocano sono inversamente proporzionali al grado di sviluppo ed efficienza del mercato a termine di un paese, ne discende la necessità, per un razionale impiego della manovra del cambio a termine, di superare le situazioni di eterogeneità esistenti tra i mercati monetari e dei cambi dei paesi tra cui esistono intensi rapporti commerciali e finanziari.

Viene, quindi, proposto uno sforzo coordinato nell'ambito della CEE diretto a ricercare strumenti efficaci per migliorare le attuali condizioni delle monete comunitarie. A tal fine occorrerebbe giungere alla determinazione dei limiti massimi di oscillazione tra le valute comunitarie e, successiva-

mente, alla fissazione di margini più ampi tra queste e le valute esterne. Tutto ciò determinerebbe un maggiore ricorso alle valute europee e comporterebbe un minore onere per gli operatori della Comunità.

La cooperazione monetaria europea dovrà condurre ad interventi non solo sul cambio a pronti, allorché questo raggiungerà i limiti di intervento, ma anche sul termine, così da ostacolare indesiderati afflussi o deflussi di capitali a breve termine.

Completa il volume una ricca appendice statistica, nella quale sono raccolte le serie storiche relative ai premi e agli sconti sul termine delle monete dei paesi oggetto di indagine, rilevati con cadenza settimanale per il decennio 1961-1970.

2. - Il secondo studio raccoglie i risultati di un incontro tra operatori in cambi ed economisti, tenutosi a Parigi nell'aprile dello scorso anno, sugli aspetti tecnici, teorici e politici del cambio a termine.

L'idea di organizzare una tavola rotonda sui problemi del cambio a termine è nata, come si afferma nella prefazione, dalla divergenza esistente tra cambisti ed accademici sulle cause che determinano la formazione e le variazioni dei corsi del cambio a termine. Questa divergenza si riflette anche sugli effetti che hanno gli interventi delle autorità monetarie centrali sul mercato a termine.

Nel primo capitolo del volume, che raccoglie i contributi riguardanti le caratteristiche tecniche delle operazioni in cambi a termine, viene messa in particolare evidenza l'importanza del-

l'attività svolta dalla banca in questo settore, con operazioni sia in proprio sia per conto della clientela. Le banche, come nota P. Prissert, dopo aver compensato tra di loro gli ordini a termine della clientela, provvedono alla copertura delle posizioni residuali mediante operazioni inverse sul mercato dei cambi a pronti e con operazioni di prestito o di deposito sul mercato monetario.

Questo processo, che viene messo in luce con numerosi esempi, costituisce lo strumento fondamentale impiegato dalla scuola cambista per spiegare la formazione del cambio a termine. P. Prissert, esponente della citata scuola, afferma, infatti, che il cambio a termine è la risultante di due elementi: il cambiario e il monetario. Secondo i cambisti, quindi, il cambio a termine è un mero riflesso del mercato monetario, essendo esso ottenuto, in modo automatico, rettificando in più o in meno il cambio a pronti con il differenziale di interessi esistente fra due monete in un determinato istante.

Sulla base di questa impostazione, gli appartenenti alla scuola cambista sono portati a disconoscere la funzione, ritenuta fondamentale dalla maggior parte dei teorici del cambio a termine, svolta dalle operazioni di arbitraggio in tassi di interesse con copertura, nella determinazione dell'aggiustamento tra il cambio a termine e il differenziale di interessi.

L'accennata divergenza tra le due posizioni appare in tutta la sua evidenza nei rapporti contenuti nel capitolo secondo e terzo, dedicati, rispettivamente, alla funzione dell'arbitrag-

gio e alla teoria della parità dei tassi di interesse.

I numerosi dibattiti contribuiscono tuttavia a individuare un comune punto di partenza. Teorici e cambisti sono concordi nell'affermare che il ragionamento deve prendere l'avvio da un mercato nel quale, a partire da una posizione di equilibrio, si registri un eccesso di domanda o di offerta di valuta a termine. Ma è sugli effetti di questi eccessi di domanda o di offerta che le due scuole si trovano, ancora una volta, su posizioni differenti. Per i cambisti il cambio a termine varia in misura praticamente uguale alla variazione che il differenziale di interessi subisce come conseguenza degli eccessi di domanda o di offerta; per i teorici il fenomeno si ripercuote direttamente sul cambio a termine, determinando un premio o uno sconto intrinseco, e, quindi, l'azione degli arbitraggisti in tassi di interesse con copertura.

Il capitolo quarto del volume raccoglie i contributi relativi all'incidenza delle operazioni a termine sul mercato dei cambi a pronti. Per quanto riguarda le operazioni a termine secco, vi è un sostanziale accordo nel ritenere che queste influenzano, attraverso le operazioni di copertura messe in atto dalle banche, le quotazioni del cambio a pronti e, in regime di cambi fissi, le riserve. D'altra parte, per le operazioni di riporto, mentre per i teorici gli arbitraggi con copertura esercitano il loro influsso sui tassi di cambio a pronti e sulle riserve delle banche centrali, per i cambisti tale influsso si registra solo nel caso di arbitraggi in tassi di interesse senza copertura.

Nel capitolo quinto vengono riportate le discussioni relative agli interventi sul termine da parte delle autorità monetarie centrali sia con operazioni a termine secco sia con operazioni di riporto. Notevole dissenso esiste tra teorici e cambisti circa gli effetti sul tasso di cambio a pronti degli interventi della Banca centrale mediante operazioni di riporto. Per i teorici i riporti delle banche centrali esercitano un influsso sia sul pronti che sul termine; i cambisti, invece, negano l'effetto sul cambio a pronti in quanto considerano il riporto una semplice operazione di prestito tra Banca centrale e banche commerciali.

Nella parte conclusiva del volume, particolare attenzione merita il tentativo di J. Spraos tendente a integrare in un unico schema la tesi cambista con quella classica. A questo fine, lo Spraos ritiene che le banche commerciali riservino un trattamento diverso agli ordini a termine che ricevono dalla clientela, a seconda che si trovino all'interno o all'esterno di una certa «zona di indifferenza». Egli ritiene che, fino a un certo punto, le banche accettino di modificare la composizione del loro portafoglio in divise sotto l'effetto degli ordini a termine della clientela, senza esigere da essa un riporto o un deposito intrinseco; tuttavia, a partire da un certo grado di squilibrio del mercato a termine, il sistema bancario nel suo insieme non è più indifferente alla ripartizione della sua tesoreria in valuta, ed esige, da quel momento, il pagamento di un riporto o deposito intrinseco, che remunererà le banche per una ripartizione indesiderata del portafoglio. Sembra, quindi,

che, all'interno della «zona di indifferenza», lo Spraos accetti senza condizioni lo schema cambista, con tutte le implicazioni che esso comporta per quanto riguarda il meccanismo di aggiustamento del mercato. All'esterno della «zona di indifferenza», invece, il mercato si aggiusterebbe con modalità più prossime a quelle previste dalla teoria classica.

I differenti giudizi espressi dai teorici e dai cambisti sulla validità della interpretazione proposta dallo Spraos e gli altri punti controversi sui vari aspetti del cambio a termine mettono in evidenza che in questo campo molti lavori di ricerca restano da compiere; essi appaiono tanto più indispensabili se si considera che oggi i mercati dei cambi a termine sembrano orientarsi verso nuovi e più ampi sviluppi e che gli interventi da parte delle banche centrali potrebbero diventare in futuro più necessari e più frequenti.

G. SCANAGATTA

**

WILLIAM PETTY, *Scritti - Nascita delle scienze sociali*, Iota Libri, Milano, 1972, pagg. 255.

William Petty è chiamato tanto il padre della «aritmetica politica», e cioè della statistica moderna, quanto il fondatore della teoria dell'analisi economica e sociale. Su questi giudizi non erano d'accordo i primi classici che lo videro troppo da vicino nelle già introvabili opere del chirurgo irlandese e che lo citano per teorie non

essenziali. Per contro Marx fa dell'opera di Petty una geniale ricostruzione *sui generis*, e Schumpeter lo ricorda come « uno dei nomi più grandi della storia dell'economia » che « si rese chiaramente conto della natura metodologica di quei fenomeni di massa che possono considerarsi "leggi", benché i singoli elementi siano fortuiti ».

Tale coincidenza di giudizi tra storici che partono da punti di vista tanto diversi pone un problema: « che cosa è stata la scienza sociale di William Petty? ». Grosso modo si può dire che essa ha costituito una grossa nebulosa, in cui le soluzioni più diverse, talora contrastanti, sono state date ai nuovi problemi sorti allorché il capitale produttivo andò gradualmente a prendere il posto di quello mercantile e il lavoro cominciò ad atteggiarsi come elemento principe della ricchezza e della fortuna delle nazioni. Troviamo così la teoria del valore in diverse enunciazioni, la politica mercantilistica accanto a quella liberistica, la teoria della rendita espressa a sua volta in diversi modi, ecc. Con tutto ciò è da respingere l'eclettismo di Petty che non resiste ad un lavoro critico approfondito; e allora balzano vive quelle teorie che andranno in seguito sotto nomi diversi, ma non maggiori del suo. Si provi a leggere, ad esempio il « *Quantulumcumque sulla moneta* », che racchiude in nuce le maggiori teorie monetarie dell'interesse.

Il libro raccoglie tre scritti del Petty: « *Trattato delle imposte e dei tributi* », « *Anatomia politica dell'Irlanda* » e « *Quantulumcumque sulla moneta* », tradotti da Paolo Colussi, che ha anche

curato una esauriente Premessa per il pubblico italiano. L'Introduzione generale è dovuta a Pierre Dockès.

G. PIETRANERA

*
**

PIETRO MANES, *Quattro Saggi Keynesiani*. G. Galantini edit., Milano, 1972, pagg. 130.

P. Manes, studioso di economia eclettico e un po' controcorrente, ha riunito in questo volumetto tre scritti su Keynes e sulle sue dottrine, già pubblicati altrove; e ne ha aggiunto un quarto rimasto inedito. Sono tutti degli anni « cinquanta »; ma per quanti non li avessero letti freschi di stampa, siamo certi che sarà una gradita sorpresa riscoprirli ora e potrà essere stimolante rimeditare ciò che l'A. sentì allora sul maggiore innovatore della scienza economica contemporanea.

L'ammirazione per Keynes, non solo come scienziato ma come uomo, traspare dal primo saggio « *Keynes, Artista dell'Economia* », uscito in occasione del X anniversario della scomparsa. Le notazioni biografiche e psicologiche sono accurate e penetranti. Si ha l'impressione che sia stata tanta l'inclinazione provata durante le prime letture delle opere keynesiane, che l'A. avrebbe desiderato di vederlo diverso, forse migliore o forse più rigoroso, di quanto non avesse potuto realmente essere.

Di qui deriva — è un'ipotesi e potrebbe essere sbagliata — la vena critica, che cuce insieme gli altri tre saggi: « *Un esame critico della teoria keynesiana* », « *Delle dimensioni di alcune*

grandezze economiche », « *Un nuovo contributo alla chiarificazione di alcuni concetti keynesiani* », più un'appendice metodologica sul moltiplicatore degli investimenti. Il rimprovero che l'A. fa al Keynes — non nuovo, del resto, nel grande stuolo dei commentatori della sua teoria — è di non avere posseduto pienamente la tecnica del linguaggio matematico, sì da indurre in errori e su false strade la scienza economica dopo di lui. *Post hoc, ergo propter hoc*. Delle sue affermazioni l'A. dà precise dimostrazioni e propone gli opportuni emendamenti, sicché al lettore non resta che dichiararsi convinto o ribattere con altrettante dimostrazioni.

A noi le sue argomentazioni sono apparse convincenti e rilevanti. Sospettiamo che ad altri siano apparse invece poco rilevanti, e perciò soltanto non del tutto convincenti, cadendo così proprio nell'errore che l'A. lamenta come la maggiore conseguenza negativa dell'imperizia tecnica di Keynes. Vorremmo, tuttavia, cogliere l'occa-

sione per ricordare che proprio agli inizi di questo secolo, mentre Keynes si preparava intensamente a Cambridge e lavorava al suo *Trattato sulla probabilità*, fervette in Inghilterra e in altri paesi d'Europa il dibattito sulle forme del linguaggio, da cui nacque la logica matematica o la nuova matematica e rimettendo addirittura in discussione i fondamenti del calcolo infinitesimale (cfr., per es., B. RUSSELL, *Autobiografia*, voll. I e II, Longanesi & C., Milano, 1967). Come meravigliarsi se l'uso del linguaggio matematico presentasse delle incertezze anche per un grande?

In chiusa a questa breve nota, vorremmo infine porre un interrogativo. Dobbiamo considerare i *Quattro saggi* come l'assolvimento della promessa che l'A. fece concludendo i suoi *Principi di dinamica economica* (Cedam, Padova, 1956, p. 271)? Il discorso che egli interruppe allora è divenuto di grande attualità.

RENATO DE MATTIA

Pubblicazioni ricevute

Annali della Fondazione Luigi Einaudi, Vol. V, 1971, Torino, 1972, pagg. 666.

Annali del Mezzogiorno. Scritti di P. Berretta, G. Lo Giudice, R. Monheim, V. Ottaviano, V. Ruggiero, S. Sapienza, Catania, 1972, pagg. 476. « Università di Catania, Istituto di Storia Economica, vol. XII, 1972 ».

ANNESI, MASSIMO: *Nuove tendenze dell'intervento pubblico nel Mezzogiorno*. A. Giuffrè Editore, 1973, pagg. 230. « SVIMEZ, Centro per gli studi sullo sviluppo economico » « Collana Francesco Giordani ».

AUTORI VARI: *Atti della Tavola Rotonda - Indicatori monetari, creditizi e finanziari: strumenti operativi di politica economica*. Istituto per la Contabilità nazionale, Roma, 1973, pagg. 574.

[Il tema del dibattito svoltosi a Roma nel dicembre 1971 è ben illustrato dall'ampia Relazione del Prof. Francesco Parrillo: «Indicatori monetari, creditizi e finanziari: strumenti operativi di politica economica», relazione completata dallo studio del Prof. Giuseppe Ugo Papi: «La scelta di un sistema monetario internazionale». Gli «Atti» raccolgono inoltre ventisette interventi di studiosi partecipanti al Convegno, e la «Replica» del Prof. Parrillo, che può dare al lettore frettoloso un esatto quadro del dibattito e delle diverse posizioni assunte.]

AUTORI VARI: *Monnaie et balance des paiements*, Travaux et recherches de sciences économiques, Fondation Nationale des Sciences Politiques, Armand Colin, Paris, 1972, pagg. 176.

[Gli scritti e le discussioni raccolti nel volume vertono su quattro ordini di problemi: a) esatta determinazione delle riserve di cambio e significato della nozione di posizione monetaria con l'estero; b) studio dei mercati ove si manifestano i movimenti e le correnti di divise fuori del circuito delle banche centrali; c) analisi delle complesse interrelazioni che legano i mercati internazionali reciprocamente e con i mercati delle euro-divise; d) ricerca dei rapporti esistenti fra l'evoluzione della bilancia dei pagamenti e lo sviluppo della liquidità interna.]

AUTORI VARI: *Scritti in memoria di Antonio de Viti de Marco*, Cacucci Editore, Bari, 1972, Tomi due, pagg. 707, 654.

[Nel 1943 — così E. D'Albergo, presidente del comitato promotore degli scritti raccolti in questa opera — la scomparsa di Antonio de Viti de Marco non ebbe eco adeguata alla sua fama, per le gravi vicende che sconvolgevano il paese. L'iniziativa di onorare la memoria di questo eminente studioso è stata ora realizzata con la pubblicazione di due volumi: il primo volume è dedicato ai contributi di economisti italiani; il secondo a studiosi stranieri, tra cui l'opera di de Viti de Marco ebbe ampia risonanza.]

AUTORI VARI: *Teoria dell'impresa e struttura economica*, a cura di Siro Lombardini, Ed. Il Mulino, Bologna, 1973, pagg. 384.

[In questi ultimi tempi si moltiplicano i volumi che offrono un appoggio documentario o antologico a determinati problemi della dottrina economica e politico-economica, a quei problemi che via via emergono dalla dinamica economica e sociale. La loro validità dipende dall'attualità dei testi raccolti e dalla capacità del presentatore di mostrarne il concatenamento e lo sviluppo.

E' questo il caso del volume curato e presentato dal Prof. Siro Lombardini che in un'ampia introduzione («Gli sviluppi della teoria dell'impresa e l'analisi della struttura economica») guida alla lettura di testi di particolare rilevanza, dal saggio di Sraffa del 1922 a contributi di H. Chamberlin, R. Dorfman, J. R. Hicks, F. H. Knight, R. Marris, F. Modigliani, E. T. Penrose, J. Robinson, J. A. Schumpeter, J. Steindl, J. Viner e A. A. Young.

Particolarmente utile lo scritto di Robert Dorfman («Programmazione matematica o 'lineare': un'esposizione non matematica») che semplifica, senza perdere di rigore, il problema indicato dal titolo del saggio; nonché quelli di E. T. Penrose («Economie di dimensione ed economie di sviluppo») e di R. Marris («La moderna grande impresa e la teoria economica»), molto interessanti per la loro modernità.

Il Prof. Lombardini ha arricchito il volume con indicazioni di fonti e note bibliografiche, atte ad ampliare l'orizzonte considerato.]

BANCO DI NAPOLI: *Modalità di rimborso e vita residua dei titoli a reddito fisso quotati in borsa*. Napoli, s.d., pagg. 57. « Ufficio Autonomo Studi ».

BANCO DI NAPOLI: *Tavole dei rendimenti effettivi dei titoli a reddito fisso*. Voll. 3. Vol. I: Ammortamento in unica soluzione con cedola semestrale e con cedola annuale, pagg. 565. Vol. II: Ammortamento a quote annue costanti fra capitale e interesse con cedola semestrale e con cedola annuale, pagg. 505. Vol. III: Ammortamento a quote annue costanti fra capitale e interesse e anni di preammortamento cedola semestrale, pagg. 595. Napoli, s.d. « Ufficio Autonomo Studi ».

CALOIA, ANGELO: *Forme e dimensioni urbane nel processo di crescita economica*. A. Giuffrè, Milano, 1973, pagg. 232. « Saggi di Teoria e Politica Economica » XIX.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA: *Il finanziamento della piccola e media industria. Guida al credito a medio termine nel centro nord*. Roma, 1973, 2^a ediz.

CONTINI, BRUNO: *Introduzione alla econometria*. Ed. Il Mulino, 1973, pagg. 314.

CUTILLI, B. - GANDOLFO, G.: *Un contributo alla teoria della speculazione in regime di cambi oscillanti*. Roma, 1973, pagg. 143. «Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi». «Quaderni di Ricerche» N. 10.

[Le tesi espone nel volume sono state concepite e diffuse, sia pure in forma meno sistematica e completa, circa dieci anni fa (cfr. B. CUTILLI, «La speculazione su cambi esteri ed i trasferimenti internazionali di fondi privati», Parte prima, in questa Rivista, n. 60, dicembre 1962, pp. 502-523; e Parte seconda, *ibidem*, n. 61, marzo 1963, pp. 21-39; e «The Role of Commercial Banks in Foreign Exchange Speculation», con appendice di G. Gandolfo, in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 65, giugno 1963, pp. 216-231).

Nel frattempo le finalità che avevano indotto gli AA. a formulare le loro tesi non hanno subito sostanziali modifiche; notevolmente mutato è invece il contesto storico-istituzionale del sistema dei pagamenti internazionali. L'ampliamento dei margini di fluttuazione del tasso di cambio, condizione necessaria ma non sufficiente per l'attivazione di un regime di cambi oscillanti, originariamente sostenuto dagli AA. quale misura ad hoc per far fronte all'incipiente minaccia di consistenti movimenti di capitale speculativo, è stato di recente, come è noto, introdotto come parte del processo di riallineamento delle parità monetarie tra i principali paesi ad economia di mercato. Tuttavia, osservano gli AA., le motivazioni che hanno indotto a concordare tale ampliamento sono assai diverse da quelle che sottostanno alle proposte avanzate nel libro; con ogni probabilità, preminente importanza è stata data alla possibilità di disporre di un ulteriore spazio di svalutazione (o rivalutazione) di fatto senza ricorrere, nel breve termine, a nuove variazioni delle parità. Secondo gli AA., comunque, «esistono fondate possibilità di sfruttamento della fascia di oscillazione ai fini della stabilizzazione del corso effettivo dei cambi nel periodo lungo, possibilità che sarebbe poco opportuno rifiutare senza averle preventivamente sottoposte ad approfondito esame» (come viene fatto nel testo).]

D'ANGELO, PASQUALE - MAZZANTINI, MARIO: *Trattato di Tecnica Bancaria*. Decima Edizione a cura del Dott. Francesco Mazzantini. Voll. 2. Casa Editrice Dr. Francesco Vallardi, Milano, 1972, pagg. 575-454.

FIACCAVENTO, CORRADO: *Lecture di economia internazionale*. Roma, Janus, 1972, pagg. 192.

[Il volume raccoglie alcuni scritti, prevalentemente sotto forma di appunti introduttivi allo studio dell'economia internazionale. Il primo («Nozione di economia internazionale») concerne la nozione di economia internazionale ed è volto a individuarne l'autonomia rispetto all'economia in generale. Il secondo e il terzo («Il processo di creazione e di distribuzione della moneta nelle economie contemporanee»; «Massa monetaria, livello dei prezzi e ammontare del reddito») possono considerarsi una premessa allo studio dell'economia monetaria internazionale.]

Fine dell'autarchia e miracolo economico (1946-1959) nelle relazioni di Luigi Einaudi e Donato Menichella. Janus, Roma, 1973, pagg. 550.

FREDIANI, LORENZO: *Il sistema bancario del Gabon*. Milano, 1973, pagg. 371. «Cassa di Risparmio delle Province Lombarde», «I mercati creditizi dei paesi africani», Collana diretta dal Prof. Giordano dell'Amore, N. 6.

LA ROSA, SALVATORE: *Politica della qualità ed economia agraria regionale*. Pezzino, Palermo, 1972, pagg. 196. «Unione delle Camere di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura della Regione Siciliana Palermo».

MISTRI, MAURIZIO: *Integrazione economica internazionale e teoria dei sistemi*. Liviana Editrice, Padova, 1973, pagg. 164.

PAOLUCCI, SALVATORE: *I finanziamenti dello stato per l'acquisto di fondi rustici*. Pirola, Milano, 1973, pagg. 222.

SERVIZIO STUDI DELLA BANCA D'ITALIA: *Contributi alla ricerca economica*, 2. Roma, dicembre 1972, pagg. 349.

[Il volume secondo raccoglie undici contributi di particolare attualità: «La variabilità dei rendimenti effettivi dei prestiti obbligazionari» (B. BIANCHI - P. NARDI); «Tassi attivi e passivi in un sistema bancario oligopolistico» (A.M. BISOGNINI - G. CAROSIO - T. PADOA SCHIOPPA); «La creazione di liquidità internazionale di base attraverso la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti» (C. CARANZA); «Struttura patrimoniale delle imprese e finanziamento degli investimenti» (G. CARDUCCI - M. CARON - F. COTULA); «Schema interpretativo e verifica empirica dell'andamento delle scorte in Italia» (V. CONTI); «Analisi del processo di attuazione della spesa pubblica» (S. LO FASO - G. MORCALDO); «I movimenti di capitali autonomi nella esperienza italiana degli ultimi dieci anni» (F. MASERA); «Struttura e analisi quantitativa del settore dei servizi della bilancia dei pagamenti» (P. MURIN); «Formazione dei prezzi al dettaglio dei beni di consumo: un'analisi empirica» (C.M. PIERUCCI); «Funzioni di esportazione e importazione dell'Italia: alcuni aggiornamenti» (M. ROCCAS); «Analisi del nesso di causalità tra moneta e reddito nella esperienza italiana» (B. STIZIA).]

TRIFFIN, ROBERT: *Il sistema monetario internazionale; ieri, oggi e domani*, Giulio Einaudi Editore, Torino, 1973, pagg. 224.

[Traduzione italiana della ormai nota opera del 1968 *Our International Monetary System* (cfr. la recensione in questa Rivista, n. 85, primo trimestre del 1969).

Riportiamo dalla Prefazione del Triffin stesso il seguente avvertimento: «Il capitolo 8 («Sommarî e conclusioni») riassume, per il lettore che non ha molto tempo a sua disposizione, gli argomenti principali e le conclusioni di questo libro». Sempre per lo stesso lettore frettoloso segnaliamo il «piano del libro», incluso nella Prefazione.]

U TUN WAI: *Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries*, Praeger Publisher, New York, 1972, pagg. 240.

[Lo studio discute dell'intermediazione finanziaria come di un importante fattore per la formazione del risparmio collettivo; delinea l'evoluzione del risparmio dal 1950 al 1971 nei paesi in sviluppo per i quali si dispone di rilevazioni statistiche; esamina gli effetti dell'opera degli «intermediari finanziari» nel gioco di altri fattori determinanti, quali le differenze nella struttura economica, le politiche economiche, l'inflazione e i tassi d'interesse; passa in rassegna la natura e l'importanza delle teorie sul risparmio nei paesi in sviluppo.]

YANOVSKY, MOSHE: *Sistemi di contabilità nazionale*. Ed. Il Mulino, Bologna, 1973, pagg. 395.

[Il volume offre una precisa esposizione della struttura dei singoli sistemi di contabilità nazionale e delle differenze che li caratterizzano. Sebbene rifletta un'impostazione specifica del momento in cui è stato redatto (1965), resta tuttora idoneo sia come opera di riferimento sia come libro di testo universitario. In esso sono descritti non soltanto i sistemi proposti dalle organizzazioni internazionali (Nazioni Unite, OCSE), ma anche i più significativi sistemi di conti adottati da alcune economie occidentali (Stati Uniti, Regno Unito, Francia); sono anche messi a confronto i concetti e gli schemi utilizzati nelle economie socialiste, di solito trascurati da pubblicazioni analoghe. La presente traduzione è integrata dai curatori con un'esposizione dei sistemi di contabilità sociale ora in uso in Italia.]