

La « trappola della liquidità » nell'economia keynesiana *

Recenti discussioni (1) hanno di nuovo sollevato la questione se la « trappola della liquidità » ha una posizione cruciale nell'economia keynesiana. In questo scritto considererò per prima cosa gli aspetti teorici della questione, per poi passare ad esaminare la *General Theory* e accertare le opinioni proprie di Keynes.

1. - Il primo punto da porre in risalto è che qualsiasi opinione sulla questione *de qua* dipende da ciò che si pensa di una questione molto più fondamentale riguardante la natura dell'economia keynesiana: precisamente, il sistema keynesiano deve essere interpretato come un sistema di equilibrio di disoccupazione (l'interpretazione Hicks-Modigliani-Hansen adottata dalla maggior parte dei libri di testo di macroeconomia), oppure come un sistema di squilibrio di disoccupazione? (2) Se si adotta la prima interpretazione, una condizione necessaria perché il livello di disoccupazione rimanga invariato (cioè « in equilibrio ») è che il livello della domanda globale resti immutato; se la domanda globale ha una elasticità diversa da zero rispetto al saggio dell'interesse, condizione necessaria perché essa resti immutata è che resti immutato il saggio dell'interesse; e infine (assumendo una costante offerta nominale di moneta) condizione necessaria e sufficiente perché il saggio dell'interesse resti immutato in presenza di un declino del livello dei prezzi è che il sistema incappi nella « trappola della liquidità ».

* Sono grato a Jacob Frenkel, David Levhari e Jerome Stein per i commenti alla prima stesura di questo articolo.

(1) V. lo speciale simposio sulla teoria monetaria in *Journal of Political Economy*, settembre-ottobre 1972.

(2) Quest'ultima interpretazione è presentata nei miei « Price Flexibility and Full Employment » (1951, par. 14) e *Money, Interest and Prices* (1965, Cap. 14 e suppl. n. K:3). Essa è anche uno dei temi principali del recente lavoro di ЛЕИОННИКОВ sull'economia keynesiana (1968, pp. 161, 332 *et passim*).

Al contrario, se si considera la disoccupazione keynesiana come un fenomeno di squilibrio, allora essa (come ho sostenuto altrove) dipende non dall'assunto che la domanda di moneta sia infinitamente elastica al saggio dell'interesse, ma dall'assunto che — in conseguenza di un'elevata elasticità della domanda di moneta e di una bassa elasticità degli investimenti rispetto al saggio dell'interesse, da una parte, e di effetti di distribuzione e di attesa, dall'altra parte — il processo di aggiustamento automatico del mercato, anche quando sia aiutato da una politica monetaria che spinge al ribasso il saggio dell'interesse, non ha probabilità di convergere in modo né regolare né rapido verso la posizione di equilibrio di pieno impiego.

Questa distinzione può essere illustrata con il consueto diagramma IS-LM, dove per semplicità trascurerò « l'effetto di Pigou » (il « real-balance effect ») nel mercato delle merci. Se, nonostante un livello dei prezzi via via più basso, il livello del reddito nazionale reale Y deve restare immutato a Y_0 , discosto dal livello di pieno impiego Y_F , allora la curva LM deve essere infinitamente elastica in prossimità del punto P. Corrispondentemente, questo punto di intersezione non è influenzato dagli spostamenti a destra delle curve LM provocati dal declino del livello dei prezzi. In tal modo l'economia keynesiana è interpretata come un sistema di equilibrio.

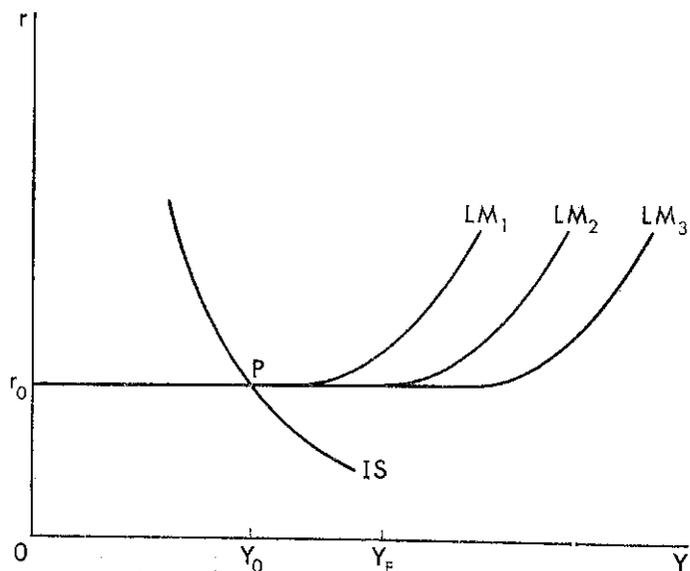


Grafico 1

Se, al contrario, si considera il sistema keynesiano come un sistema di squilibrio, allora anche se in linea di principio dovesse esistere un limite assoluto, r_0 , alla misura in cui il saggio dell'interesse può cadere, nell'esperienza concreta questo limite non è effettivo, e pertanto non è una parte « operativa » del messaggio keyne-

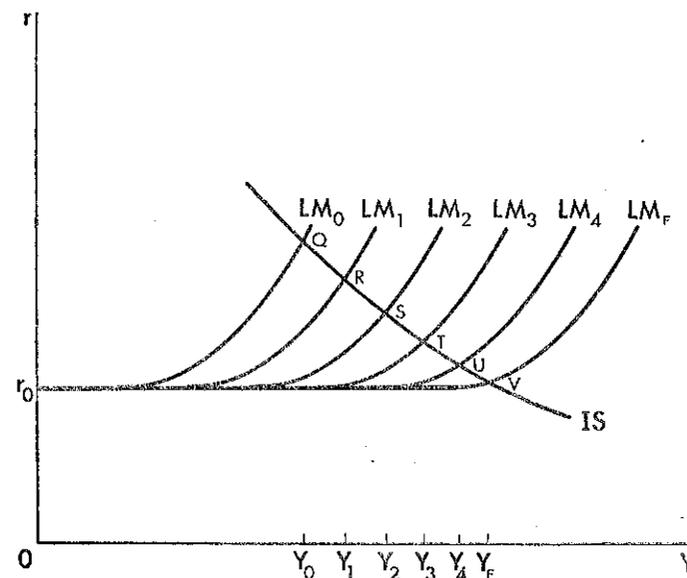


Grafico 2

siano. Questo messaggio implica invece che la combinata influenza di una domanda di moneta elastica e di una domanda di beni di investimento inelastica rispetto al saggio dell'interesse è tale da rendere la via dinamica verso il pieno impiego, aperta o da un più basso livello dei prezzi o da un espandersi dell'offerta nominale di moneta (così come è indicato dai punti Q, R, S, T... nel grafico 2), un processo lungo e difficile e quindi inaccettabile nell'ambito della politica economica.

La natura delle forze che determinano il movimento del livello di « equilibrio » del reddito reale nazionale, Y , lungo questa via può essere rilevata differenziando rispetto al livello dei prezzi, p

— o alla quantità nominale di moneta, M — il sistema che sta dietro le curve IS-LM del grafico 2. Questo sistema è, naturalmente,

$$F(Y, r) = Y, \quad [1]$$

$$L(Y, r) = \frac{M}{p}, \quad [2]$$

dove per semplicità « l'effetto di Pigou » è stato ignorato. Differenziando questo sistema si ottiene la seguente indicazione della variazione proporzionale nel livello di « equilibrio » di Y causato da una variazione proporzionale unitaria di p (o di M):

$$\frac{p}{Y} \frac{dY}{dp} = -\frac{M}{Y} \frac{dY}{dM} = -\frac{1}{(1-F_Y) \eta_r^L - \frac{F}{\eta_r} + \eta_Y^L} \quad [3]$$

dove F_Y è la propensione marginale a spendere reddito in beni, η_r^L e η_Y^L sono rispettivamente le elasticità della domanda di moneta rispetto al saggio dell'interesse e al reddito e η_r^F l'elasticità della domanda di beni di investimento rispetto al saggio dell'interesse.

Così, se si considera il sistema keynesiano come un sistema di equilibrio di disoccupazione (e se si trascurano, come in genere si è fatto, le possibilità che $\eta_r^F = 0$ o $\eta_Y^L = \infty$), η_r^L dell'equazione [3] deve essere infinito per mantenere Y costante in presenza di un livello dei prezzi sempre più basso che può caratterizzare lo stato di disoccupazione; nessun valore finito è compatibile con tale costanza, talché da questo punto di vista tutti i valori finiti di η_r^L sono equivalenti.

Se invece si tratta di squilibrio di disoccupazione, η_r^L può essere finito, e il suo preciso valore finito (poniamo, $-0,1\%$ contro $-2,0\%$) può essere di importanza fondamentale per scopi di politica economica (3).

(3) Per un'opinione contraria, v. FRIEDMAN (1969, p. 155).

Si assuma infatti che l'economia stia producendo a un livello inferiore del 5% al livello di pieno impiego. In tal caso, con assunti ragionevoli per ciò che riguarda il valore delle altre grandezze economiche dell'equazione [3] (precisamente, $F_Y = 0,8$, $\eta_r^F = -0,3$, e $\eta_Y^L = 1,2$), il ripristino del pieno impiego richiederebbe una riduzione dei prezzi (o un aumento della moneta) di circa il 6% nel caso di $\eta_r^L = -0,1$ — ma superiore a 12,5% se $\eta_r^L = -2,0$! Mentre nel primo caso, per il recupero di una situazione di pieno impiego, si potrebbe fare assegnamento sulle forze automatiche del mercato messe in movimento da un più basso livello dei prezzi e/o su forze simili generate da una politica monetaria espansionistica, non sarebbe possibile contare su tali forze nel caso di un'elasticità della moneta rispetto al saggio dell'interesse eguale a $-2,0$.

Superfluo dirlo, è questo soltanto un esempio. Ma quali che siano i valori da attribuire alle altre grandezze dell'equazione [3], resta vero che quanto più alta è l'elasticità della domanda di moneta rispetto al saggio di interesse, tanto maggiore è il declino dei prezzi o l'aumento di moneta necessario per assicurare la desiderata crescita del livello della produzione Y . Non è affatto irragionevole assumere che in taluni casi (come si è appunto visto) un'alta elasticità della domanda di moneta al saggio dell'interesse renderà non praticabile la politica monetaria — anche se non si tratta dell'elasticità infinita della « trappola della liquidità ». Questa conclusione dipende ovviamente anche dal valore delle altre elasticità, e in particolare dell'elasticità degli investimenti al saggio dell'interesse.

2. - In qual modo Keynes considerò la « trappola della liquidità » nella *General Theory*? Io continuo (4) a ritenere che il passo critico in materia sia quello di pag. 207 della *General Theory*, così formulato:

Vi è la possibilità, per le ragioni discusse sopra, che, dopo che il saggio di interesse è caduto ad un dato livello, la preferenza di liquidità divenga virtualmente assoluta, nel senso che quasi tutti

(4) V. PATINKIN (1965, p. 349).

preferiscano detenere contante in luogo di un credito che frutta un interesse così basso. In tal caso l'autorità monetaria avrebbe perduto il controllo effettivo sul saggio di interesse. Ma, mentre questo caso-limite può divenire praticamente importante nel futuro, non ne conosco alcun esempio verificatosi finora. Infatti non vi è stata finora grande occasione di averne una prova, dato che la maggioranza delle autorità monetarie non sono disposte a negoziare con audacia nei crediti a lungo termine. Inoltre, se dovesse sorgere tale situazione, essa significherebbe che la stessa pubblica autorità potrebbe prendere denaro a prestito, attraverso il sistema bancario, su scala illimitata ad un saggio di interesse nominale.

(*General Theory*, p. 207) (5)

Il passo suddetto mostra chiaramente che ciò che è in questione non è se Keynes considerasse teoricamente possibile una situazione di « assoluta preferenza per la liquidità » (ciò che, come il passo indica, egli pensava), ma se considerasse questa possibile situazione come caratteristica del mondo reale che egli stava analizzando (ciò che egli escludeva, come pure risulta dal passo riportato).

Questa distinzione si presenta nello stesso esame svolto da Keynes alcune pagine prima:

Dovrebbero essere fin d'ora ovvie al lettore le difficoltà che si incontrano nel mantenere la domanda effettiva ad un livello sufficientemente alto da offrire un'occupazione piena, le quali derivano dall'associazione di un saggio di interesse a lungo termine convenzionale ed abbastanza stabile con una efficienza marginale del capitale incostante ed altamente instabile.

Quell'ottimismo che può onestamente trarsi da riflessioni più incoraggianti deve dedursi dalla speranza che, proprio perché la convenzione non è radicata in una opinione sicura, essa non opporrà molta resistenza ad una modesta misura di persistenza e di coerenza di intenti da parte dell'autorità monetaria. L'opinione pubblica può essere abituata abbastanza rapidamente ad un ribasso modesto del saggio di interesse, e l'aspettativa convenzionale del futuro ne può essere conseguentemente modificata, preparando così il terreno per un movimento successivo, fino ad un certo punto. Un interessante esempio di ciò è offerto dalla discesa del saggio di interesse a lungo termine in Gran Bretagna dopo l'abbandono del regime aureo: i mo-

(5) Per la traduzione in italiano dei passi della *General Theory* riportati in questo articolo si è utilizzata l'edizione UTET 1947, curata da A. Campolongo. *N.d.r.*

vimenti principali furono compiuti mediante una serie di salti discontinui, man mano che la funzione di liquidità del pubblico, una volta abituata a ciascuna riduzione successiva, diveniva pronta a rispondere a qualche nuovo incentivo nelle notizie o nella politica delle autorità.

(*General Theory*, p. 204)

Similmente, alcune pagine dopo Keynes osserva:

Abbiamo supposto finora un fattore istituzionale che impedisca al saggio di interesse di divenir negativo... Di fatto però, esistono fattori istituzionali e psicologici i quali pongono praticamente un limite molto superiore a zero alla discesa possibile del saggio di interesse... il quale nelle circostanze presenti può forse raggiungere il 2 o il 2½ per cento a lungo termine. Se ciò si dimostrasse corretto, potrebbero presto realizzarsi nell'esperienza effettiva le paradossali possibilità dell'accrescimento del fondo di ricchezza, in condizioni nelle quali il saggio di interesse non potesse discendere ulteriormente in un regime di lasciar fare. Inoltre, se il livello minimo al quale è praticamente possibile portare il saggio di interesse è notevolmente superiore a zero, vi è minor probabilità che il desiderio complessivo di accumulare la ricchezza venga soddisfatto prima che il saggio di interesse abbia toccato il suo livello minimo.

Le esperienze della Gran Bretagna e degli Stati Uniti dopo la guerra del 1914-18 sono infatti esempi effettivi del modo in cui una accumulazione di ricchezza tanto grande da farne discendere l'efficienza marginale più rapidamente di quanto possa discendere il saggio di interesse tenuto conto dei fattori istituzionali e psicologici prevalenti, possa interferire, in condizioni predominanti di lasciar fare, con un livello ragionevole di occupazione e col tenor di vita che le condizioni tecniche della produzione sono atte ad assicurare.

(*General Theory*, p. 219)

In tal modo, è di nuovo evidente che secondo Keynes « condizioni in cui il saggio dell'interesse non può scendere ulteriormente » non si sono ancora « verificate nell'esperienza effettiva ». D'altra parte emerge dal passo ultimo riportato che ciò che Keynes considera come « realizzato nell'esperienza effettiva » è la disoccupazione provocata dal fatto che il tasso dell'interesse scende *troppo lentamente* in relazione all'efficienza marginale del capitale (6).

(6) Questa è anche l'interpretazione della discussione di Keynes nel Cap. 17 della *General Theory*, e, in particolare alla p. 236. Così è pure per le pp. 172-73.

A prima vista questa interpretazione sembrerebbe contraddetta dai seguenti passi pure tratti dalla *General Theory*:

E' vero, tuttavia, che nel caso estremo, nel quale si suppone che i salari monetari discendano illimitatamente in seguito all'esistenza di disoccupazione involontaria, dovuta ad una futile concorrenza per l'occupazione fra i lavoratori disoccupati, vi saranno soltanto due posizioni possibili a lungo andare: l'occupazione piena e il livello di occupazione corrispondente al saggio di interesse al quale la preferenza di liquidità diviene assoluta (qualora questo sia inferiore all'occupazione piena). Supponendo salari monetari flessibili, la quantità di moneta come tale è in realtà senza effetto in periodi lunghi; ma le condizioni alle quali l'autorità monetaria varierà la quantità di moneta entrano come un determinante reale nello schema economico.

(*General Theory*, p. 191)

Se ... i salari monetari dovessero discendere illimitatamente ogni qual volta vi fosse una tendenza ad un'occupazione meno che piena ... non vi sarebbe alcun punto di equilibrio al di sotto dell'occupazione piena fino a quando o il saggio di interesse non possa più discendere oppure i salari siano zero.

(*General Theory*, pp. 303-304)

Peraltro, il vero significato dei suddetti passi può essere stabilito soltanto dopo aver prima determinato se Keynes pensava a una teorica « posizione di lungo periodo » o « posizione di riposo » che ancora non era mai stata realizzata, oppure al mondo reale contemporaneo la cui disoccupazione egli stava analizzando. E dato ciò che ho detto in relazione alle enunciazioni di Keynes di pag. 207 e 219 della *General Theory*, è mia opinione che sia esatta la prima ipotesi. In ogni caso, non c'è nulla nella discussione svolta da Keynes a pag. 191 e a pag. 304 che contraddica questa mia interpretazione.

A suo sostegno — o almeno a sostegno della tesi che Keynes non attribuì molta importanza pratica al limite assoluto inferiore del saggio dell'interesse — c'è una prova fornita dal fatto che nel capitolo XVIII (« The General Theory of Employment Re-Stated », nel quale presumibilmente Keynes avrebbe dovuto indicare la sua posizione in termini di ciò che considerava realmente importante) Keynes fa un'osservazione molto simile a quella dianzi citata da pag. 191 — ma omette qualsiasi riferimento al « saggio dell'interesse al quale

la preferenza per la liquidità diventa assoluta ». Ecco il passaggio in questione:

Perché se la concorrenza fra lavoratori disoccupati conducesse sempre ad una riduzione molto forte del salario monetario, vi sarebbe un'instabilità violenta del livello dei prezzi. Inoltre potrebbe non esservi nessuna posizione di equilibrio stabile, salvo che in condizioni compatibili con un'occupazione piena; giacché l'unità di salario dovrebbe discendere illimitatamente, fino a raggiungere un punto nel quale l'effetto esercitato dall'abbondanza di moneta in termini di unità di salario sul saggio di interesse fosse sufficiente a ristabilire un livello di occupazione piena. In nessun altro punto essa potrebbe fermarsi.

(*General Theory*, p. 253)

C'è tuttavia un passo della *General Theory* favorevole alla tesi che Keynes considerasse la « trappola della liquidità » come una situazione caratteristica del mondo reale. Lo riportiamo di seguito:

Ma l'elemento più stabile, e quello che meno facilmente si può spostare, della nostra economia contemporanea è stato finora, e può darsi che sia ancora in futuro, il saggio minimo di interesse accettabile da parte della generalità dei possessori di ricchezza. Se un livello tollerabile di occupazione richiede un saggio di interesse molto inferiore ai saggi medi dominanti nel diciannovesimo secolo, è estremamente dubbio che esso possa venir ottenuto mediante una semplice manipolazione della quantità di moneta.

(*General Theory*, p. 309)

A mio avviso peraltro il peso di quest'unica citazione dalla *General Theory* è neutralizzato dalle altre citazioni che ho prima richiamato e che mostrano che Keynes non riteneva che una situazione di « assoluta preferenza per la liquidità » prevalesse effettivamente nel mondo di disoccupazione che egli analizzava.

Ciò che queste citazioni mostrano è che Keynes reputava come una realistica possibilità (e perfino come una caratteristica degli anni « trenta ») una situazione di squilibrio di disoccupazione nella quale i salari e il saggio dell'interesse continuassero a declinare, ma (tenuto conto della bassa elasticità degli investimenti all'interesse e dello sfavorevole stato delle attese del sistema) il saggio dell'interesse declinasse troppo lentamente per stimolare in modo adeguato gli investi-

menti, talché il livello della domanda globale, e quindi il livello dell'occupazione, seguitasse ad abbassarsi o almeno a non crescere abbastanza rapidamente. E tale è l'interpretazione dell'economia keynesiana presentata nel primo paragrafo di questo articolo.

DON PATINKIN

BIBLIOGRAFIA

- FRIEDMAN, MILTON, "Interest Rates and the Demand for Money", *The Journal of Law and Economics*, 9 (ottobre 1966); ristampato in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine, 1969.
- KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt, Brace, 1936.
- LEIJONHUFVUD, AXEL, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York: Oxford University Press, 1968.
- PATINKIN, DON, «Price Flexibility and Full Employment», in *Readings in Monetary Theory*, a cura di F.A. Lutz e L.W. Mints, Homewood, Ill.: Irwin, 1951; ristampato in *Studies in Monetary Economics*, New York: Harper e Row, 1972, pp. 8-30.
- PATINKIN, DON, *Money, Interest and Prices*, seconda edizione, New York: Harper e Row, 1965.
- «Symposium on Monetary Theory», *J.P.E.* 80 (settembre-ottobre 1972): pp. 837-950.

Alcuni effetti interni ed esterni dell'aumento del prezzo del petrolio

Introduzione

1. - Il prezzo del petrolio greggio si è triplicato nello spazio di tre mesi. Il petrolio, prodotto ed esportato da un numero limitato di paesi, costituisce ormai la fonte di energia più importante (dal 50% dei consumi totali di energia per gli Stati Uniti ad oltre l'80% per l'Italia e il Giappone) ed è difficilmente sostituibile almeno nel breve periodo. Istituzioni autorevoli, come il Fondo Monetario Internazionale e l'OCSE, hanno provato a calcolare l'effetto immediato di questo improvviso e drammatico aumento di prezzo sulle bilance dei pagamenti dei paesi importatori: come è ben noto, i risultati sono impressionanti. Il peggioramento della bilancia dei pagamenti dei paesi industrializzati è pari ad una frazione non piccola del reddito nazionale (fra il 2 e il 3 per cento nella maggior parte dei casi). Ai prezzi correnti, e a meno che non si verifichi una riduzione generalizzata del livello di attività, i ricavi addizionali dei paesi produttori nel 1974 potranno toccare la cifra di oltre 60 miliardi di dollari: Un tale onere sottopone il sistema dei pagamenti internazionali a tensioni intollerabili e limita drasticamente la capacità di importazione dei paesi meno sviluppati.

Questo breve lavoro non ha lo scopo di suggerire soluzioni ad un problema, che, allo stato presente, qualcuno ha ritenuto ingovernabile. Il suo più modesto fine consiste nel cercare di chiarire alcune implicazioni economiche della situazione in cui un gran numero di economie si troverà nel prossimo futuro.

Esamineremo anzitutto l'effetto primario dell'aumento del prezzo del petrolio (o, se si vuole, di qualsiasi altra materia prima importata e non sostituibile) sull'economia di un paese importatore considerato isolatamente: un semplice modello riprodotto nell'Appendice, con-

sente di individuare un notevole effetto di riduzione della domanda, compensabile solo con appropriate decisioni di politica economica. Si mostrerà anche come le politiche di ciascun paese importatore influenzino la situazione di tutti gli altri paesi. Nella seconda sezione si tratterà di alcuni aspetti del problema dei pagamenti internazionali, che sorge nella misura in cui al maggior costo delle importazioni non si può far fronte con un simultaneo trasferimento « reale » di merci e servizi. Qualsiasi soluzione al problema dei pagamenti, tuttavia, o ripropone un problema di trasferimento reale ad una data futura, o contiene in sé i germi di una futura riduzione del livello generale di attività.

1. Gli effetti interni

2. - L'impatto deflativo di un aumento del prezzo di una merce importata e non sostituibile viene generalmente riconosciuto; sovente, tuttavia, si fa una qualche confusione fra l'effetto intrinseco ed inevitabile che opera attraverso il moltiplicatore, ed è il più importante, ed effetti di altra natura, almeno in parte evitabili, i quali si manifestano per il tramite dei prezzi interni o dell'offerta di moneta. Un semplice modello (keynesiano) del settore reale dell'economia, in cui fra le variabili appaia esplicitamente il prezzo della merce importata, consente di analizzare questi effetti e di determinare i possibili meccanismi compensativi.

Il modello, esposto nell'Appendice insieme alle prove formali delle proposizioni discusse nei paragrafi successivi, considera un paese industrializzato nel breve periodo. Gli investimenti, la spesa pubblica e le esportazioni sono dati (pur se non costanti). Il paese importa prodotti manufatti e petrolio (ma possiamo chiamare petrolio un qualsiasi paniere di materie prime): le importazioni di manufatti sono funzione del reddito; le importazioni di petrolio, il quale, direttamente o indirettamente, serve per la produzione di ogni altra merce, sono funzione della spesa totale. Si considerano due prezzi: uno per tutti i manufatti, non importa se prodotti internamente o all'estero e se domandati internamente o dall'estero, e uno, distinto, per il petrolio. (Senza alterare i risultati, si possono facilmente introdurre prezzi diversi per i manufatti importati e per quelli esportati). Il tasso di cambio è dato; tutti i prezzi si possono pertanto

esprimere direttamente nella valuta nazionale. I risultati, tuttavia, non mutano, se la valuta in questione, diciamo la lira, mantiene un tasso stabile con le valute degli altri principali paesi con cui avvengono gli scambi, ma fluttua rispetto alla valuta, diciamo il dollaro, con cui vengono pagate le importazioni di petrolio: di qualsiasi apprezzamento o deprezzamento del dollaro si tiene conto facendo aumentare o diminuire il prezzo in lire del petrolio.

Poiché intendiamo determinare gli effetti « reali » sulla domanda, trascureremo a ragion veduta qualsiasi effetto monetario. Si ipotizza dunque non solo che la dimensione del disavanzo con l'estero non influenza la creazione di base monetaria, ma anche che l'offerta di moneta si adatta al reddito monetario. Se così non fosse, all'effetto primario si aggiungerebbero altri effetti di riduzione della domanda.

Verranno considerati tre casi. Nel primo, il consumo viene espresso come funzione del livello, ma non della distribuzione, del reddito e non vi è illusione monetaria: tutte le componenti della spesa monetaria si adattano istantaneamente a qualsiasi variazione del livello dei prezzi, il quale, pertanto, non influisce in alcun modo sulla spesa reale. Nel secondo caso, il consumo dipende sempre dal livello del reddito, ma vi è illusione monetaria: un aumento dei prezzi determina una diminuzione della spesa reale, perché parte della spesa autonoma (per esempio la spesa pubblica) è fissata in termini monetari e non reali e/o perché esiste una costante nella relazione fra consumo e reddito. Nel terzo caso non vi è illusione monetaria, ma si suppone che la propensione al consumo sia maggiore per i redditi da lavoro dipendente che per gli altri redditi: l'andamento dei salari e dell'occupazione (supposta, per semplicità, proporzionale al prodotto reale) influisce pertanto sulla domanda.

3. - Quali sono gli effetti sul livello di attività di un aumento del prezzo del petrolio, se tutte le altre grandezze (spesa autonoma e prezzo dei manufatti) restano invariate? In tutti e tre i casi, la caduta percentuale del reddito reale è una frazione dell'aumento percentuale dei prezzi del petrolio. Questa frazione è tanto maggiore quanto maggiore è il rapporto fra valore delle importazioni di petrolio e valore della spesa autonoma. Assegnando ai rapporti e ai coefficienti valori abbastanza plausibili, un raddoppio dei prezzi del petrolio potrebbe provocare, *ceteris paribus*, una diminuzione di circa 2 punti percentuali del reddito reale. Questo effetto restrittivo, tutt'altro che trascurabile, è imputabile ad una diminuzione del valore

del moltiplicatore: al crescere del prezzo delle importazioni, crescono anche le dispersioni nel processo di creazione del reddito.

Ci si può chiedere se il sistema incorpori un qualche meccanismo che possa compensare almeno in parte questo effetto riduttivo. In quale modo, ad esempio, la domanda viene influenzata da un aumento dei prezzi interni indotto dall'aumento del prezzo del petrolio? La risposta dipende da quale dei tre casi sopra indicati si voglia considerare.

Nel primo (e improbabile) caso, in cui non vi sia illusione monetaria e il consumo dipenda solo dal livello del reddito, un aumento dei prezzi interni ha un effetto univocamente espansivo, la cui dimensione, per un dato aumento percentuale, è pari a quella (di segno opposto) dell'effetto di un aumento del prezzo del petrolio. Al limite, il reddito reale resta costante, se ogni altro prezzo cresce allo stesso saggio del prezzo del petrolio. In questa ipotesi, infatti, l'aumento degli altri prezzi sarebbe tale da lasciare immutate le ragioni di scambio, e pertanto il valore del moltiplicatore, senza peraltro influenzare la spesa reale, grazie alla mancanza di illusione monetaria. In altre parole, il reddito reale del paese importatore non diminuirebbe, se tutte le spese monetarie e tutti i redditi rimanessero costanti in termini di petrolio. Affinché questa conclusione sia valida, tuttavia, non basta neppure che siano verificate le già improbabili condizioni di partenza, ma deve essere osservata anche una condizione ulteriore: che i prezzi aumentino al medesimo saggio anche negli altri paesi industrializzati, oppure che il tasso di cambio del paese considerato si deprezzi in proporzione al maggior aumento dei prezzi interni. In mancanza di questa condizione, l'aumento dei prezzi interni, pur impedendo una caduta del moltiplicatore, provocherebbe al tempo stesso una diminuzione della componente estera della spesa autonoma.

Non si può essere sicuri neppure del segno dell'effetto sulla domanda di un aumento dei prezzi interni, quando una parte della spesa sia fissata in termini monetari e non si adegui all'aumento medesimo (secondo caso). Se la quota di domanda soggetta ad illusione monetaria è superiore ad un certo valore critico, l'aumento dei prezzi provoca una diminuzione della spesa in termini reali, il cui effetto negativo sul reddito è superiore all'effetto positivo che opera attraverso il moltiplicatore: il reddito pertanto diminuirebbe di meno, se i prezzi interni restassero costanti. Quando la quota di domanda soggetta ad illusione monetaria è inferiore a quel valore critico, un aumento dei prezzi interni riesce a far aumentare il red-

dito reale, ma in misura minore che in assenza di illusione monetaria: le conseguenze restrittive di un aumento del prezzo del greggio potrebbero essere interamente compensate solo da un aumento dei prezzi interni più che proporzionale — il che, per ragioni già esposte, appare poco plausibile.

Se la spesa è influenzata dalla distribuzione del reddito, perché sono diverse le propensioni a consumare (terzo caso), l'effetto di un aumento dei prezzi interni dipende dal comportamento dei salari. Se l'elasticità dei salari monetari rispetto ai prezzi è maggiore dell'unità, un aumento dei prezzi interni esercita una duplice azione di sostegno della domanda: attraverso le ragioni di scambio, e pertanto il moltiplicatore, come negli altri casi; e attraverso una redistribuzione del reddito, che provoca un aumento della propensione media ponderata al consumo. In questa ipotesi, per compensare interamente l'effetto restrittivo dell'aumento dei prezzi del petrolio, basterebbe che i prezzi interni aumentassero meno che proporzionalmente. Si noti tuttavia che, così ragionando, si trascura la possibile influenza negativa sugli investimenti di una diminuzione della quota dei profitti: la validità del risultato ottenuto è dunque limitata al periodo breve.

Se d'altro canto l'elasticità dei salari monetari è inferiore alla unità (più in generale: se la crescita dei salari non si adatta alla maggiore crescita dei prezzi), un aumento dei prezzi può di nuovo avere conseguenze restrittive. Queste conseguenze si verificano quando la propensione al consumo dei redditi da lavoro dipendente è considerevolmente maggiore di quella degli altri redditi. Se le due propensioni non sono molto diverse, ci si avvicina invece al primo caso e un aumento dei prezzi può far espandere la domanda.

4. - Nella realtà è assai probabile che nel breve periodo una parte della spesa monetaria non si adatti alle variazioni di prezzo (ossia, che si abbia illusione monetaria), che il consumo dipenda anche dalla distribuzione del reddito e che la crescita dei salari monetari non si adatti subito alla maggiore crescita dei prezzi provocata da un aumento di costo delle merci importate. In queste condizioni le conseguenze restrittive di un aumento del prezzo del petrolio non possono essere automaticamente compensate da un aumento indotto dei prezzi interni, il cui effetto sulla domanda, come si è visto in precedenza, sarebbe nel migliore dei casi assai limitato e nel peggiore negativo.

Segue da ciò che una caduta del reddito reale (rispetto al livello conseguibile al vecchio prezzo del petrolio) potrebbe essere compensata solo da un aumento della domanda autonoma e/o da una diminuzione del prelievo fiscale. Poiché non possiamo sapere *a priori* se e in quale modo la spesa privata per investimenti reagisce nel breve periodo all'aumento del prezzo del petrolio, ci limiteremo a considerare la possibilità di una variazione delle esportazioni o del disavanzo pubblico.

L'effetto sull'economia è diverso a seconda che il livello del reddito reale e dell'occupazione venga sostenuto per mezzo di un aumento delle esportazioni oppure per mezzo di un disavanzo pubblico maggiore di quello inizialmente previsto. Nel primo caso, nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, il saldo della bilancia dei pagamenti non peggiora, salvo gli effetti (positivi o negativi) di una variazione indotta dei prezzi dei manufatti (1). Poiché tuttavia occorre ora esportare un maggior volume di manufatti in contropartita del medesimo volume di importazioni, a reddito reale immutato, la spesa *interna* in termini reali (e pertanto il livello di vita presente o futuro) deve essere minore di prima. (Si prescinde dai modi in cui tale mutamento di composizione della domanda globale può di fatto avvenire).

Quando invece la diminuzione di domanda viene compensata per mezzo di un aumento del disavanzo pubblico (2), avviene un mutamento di composizione della spesa interna, ma non del suo livello. In questa ipotesi, d'altra parte, il saldo della bilancia dei pagamenti peggiora per l'intero ammontare dell'onere addizionale provocato dal mutamento delle ragioni di scambio: quali che siano le assunzioni circa l'illusione monetaria e la propensione al consumo, questo onere addizionale sarà tanto maggiore, quanto minore è l'aumento indotto dei prezzi interni.

Ma esiste di fatto una scelta fra queste due possibilità? Non appena noi consideriamo l'intero gruppo dei paesi importatori, an-

(1) Se il prezzo dei manufatti oggetto di commercio aumenta uniformemente dell'*x* per cento, all'interno e all'estero, tutti i saldi di parte corrente variano nella medesima proporzione. Se il paese aveva inizialmente un avanzo, l'avanzo aumenta; se aveva un disavanzo, aumenta il disavanzo.

(2) Possiamo qua notare che, anche se si consentisse al reddito reale di cadere, il disavanzo pubblico aumenterebbe, a causa della diminuzione di entrate; pertanto il peggioramento del disavanzo pubblico effettivamente imputabile ad un aumento compensativo della spesa pubblica è inferiore all'aumento medesimo.

ziché il singolo paese isolato, ci rendiamo conto che di fatto l'alternativa non esiste. Poiché è improbabile che un singolo paese riesca a impiegare con successo politiche commerciali aggressive verso altri paesi nella stessa situazione, un aumento di esportazioni potrebbe solo avvenire grazie ad un corrispondente aumento della domanda di merci estere da parte dei paesi produttori di petrolio.

Ma, se la capacità di assorbimento dei paesi produttori è limitata, le esportazioni complessive di tutti i paesi importatori di petrolio non potranno aumentare nella misura sufficiente ad impedire una diminuzione della loro domanda interna. Pertanto, a meno che tutti i paesi non sostengano il loro reddito reale per mezzo di spesa compensativa *interna*, le esportazioni di ciascun paese importatore verso gli altri, lungi dall'aumentare, diminuiranno.

Ci si deve così rendere conto che gli effetti restrittivi, descritti in precedenza, di un aumento del prezzo del petrolio risultano accentuati dal fatto stesso che essi colpiscono un gran numero di paesi. Se alcuni di questi consentono che il loro reddito reale diminuisca, si verificherà una contrazione della produzione mondiale di beni manufatti, e pertanto delle esportazioni di tutti gli altri. Inoltre, per ciascun singolo paese, l'aumento del disavanzo pubblico e il peggioramento di bilancia dei pagamenti associati ad una politica economica volta a compensare interamente gli effetti restrittivi saranno tanto maggiori, quanto minore è l'aumento compensativo di spesa interna che avviene in altri paesi. Si supponga ad esempio che un paese non sia in grado di finanziare un disavanzo con l'estero al di là di certi limiti e che pertanto il vincolo di bilancia dei pagamenti gli imponga di consentire una qualche caduta del reddito reale. Questa circostanza può impedire ad altri paesi, che pur lo vorrebbero, di perseguire politiche compensative: la caduta delle esportazioni verso il primo paese potrebbe aggravare il loro disavanzo con l'estero oltre ogni limite sopportabile.

II. Alcuni aspetti del problema dei pagamenti

5. - Se i paesi produttori di petrolio fossero in grado di utilizzare i ricavi addizionali di valuta, ottenuti grazie all'aumento del prezzo, per aumentare le loro importazioni di beni e servizi, non sorgerebbe

alcun problema di pagamenti. Ogni paese importatore, infatti, dovrebbe fornire (direttamente o indirettamente) ai paesi produttori un ammontare più elevato di beni e servizi per soddisfare il proprio fabbisogno di petrolio. L'aumento del prezzo del petrolio provocherebbe in tal modo un trasferimento immediato di risorse reali dai consumatori ai produttori. Il problema del trasferimento reale è stato trattato esaurientemente dalla letteratura. Basti dire che potrebbero trovarsi in difficoltà sia i paesi che, con economie vicine alla piena utilizzazione, non riescono a ridurre la domanda interna per lasciare spazio a maggiori esportazioni, sia i paesi più poveri, che hanno una capacità di esportazione limitata.

La possibilità che si verifichi un trasferimento immediato di risorse reali può tuttavia essere esclusa. Pur se la domanda di manufatti da parte dei paesi produttori di petrolio cresce già molto rapidamente (a saggi annuali di oltre il 20% per i paesi membri dell'OPEC) e crescerà ancor più rapidamente nei prossimi anni, ogni possibile aumento resta assai lontano dalla consistenza dei maggiori ricavi. Si pone così il problema di finanziare gli enormi disavanzi di parte corrente che i paesi importatori accumuleranno verso i produttori. Di questo problema verranno qui esaminati i seguenti aspetti: la entità del finanziamento complessivo che dovrebbe essere fornito e i modi di distribuzione fra i paesi in disavanzo; le implicazioni di più lungo periodo dell'accumulazione, da parte dei paesi produttori, di attività a valere sulle risorse future dei paesi importatori, nella forma di strumenti di riserva o di debiti emessi da paesi in disavanzo.

6. - Si ritiene per lo più che il finanziamento complessivo richiesto sia pari all'aumento del valore delle importazioni di petrolio avvenuto in seguito all'aumento del prezzo. Se però vi sono paesi che si astengono dal compensare pienamente gli effetti deflazionistici dell'aumento del prezzo del greggio, un tale criterio di valutazione può indurre a sottostimare di non poco l'ammontare del finanziamento necessario ad evitare una caduta del livello dell'attività economica mondiale. In tal caso, come si è visto nella parte precedente, i paesi che si propongono di compensare pienamente gli effetti deflazionistici potrebbero subire, oltre al maggiore disavanzo petrolifero, un ulteriore peggioramento delle partite correnti, provocato dalla diminuzione delle esportazioni verso i paesi che non attuano una politica compensativa; sarebbero pertanto costretti ad accettare anche essi una

deflazione, nonostante i loro propositi e senza loro colpa, se quel disavanzo aggiuntivo non venisse finanziato.

E' dunque palese che esistono due nozioni di « disavanzo petrolifero »: l'una ristretta, che trascura gli effetti in ciascun paese delle politiche di domanda degli altri paesi; l'altra più ampia, che tiene conto dei maggiori disavanzi imputabili ad una riduzione di domanda, indotta dall'aumento del prezzo del petrolio, in altre economie. A meno che tutti i paesi adottino politiche pienamente compensative, la decisione di limitare il finanziamento alla copertura dei disavanzi petroliferi in senso stretto favorirebbe dunque quella trasmissione internazionale della deflazione di cui si è detto nel par. 4.

7. - E' opinione diffusa che si possa lasciare al mercato il compito di fornire il finanziamento necessario e di distribuirlo fra i vari paesi in relazione ai fabbisogni determinati dai nuovi disavanzi verso i produttori di petrolio. La liquidità internazionale, prelevata dalle riserve ufficiali, rifluirebbe sui mercati nazionali e sugli euromercati e sarebbe ivi presa a prestito dai paesi in disavanzo.

E' evidente tuttavia che il meccanismo di mercato sarebbe neutrale solo se le condizioni iniziali di bilancia dei pagamenti e di dotazione di riserve dei paesi che prendono a prestito fossero più o meno le stesse e l'aumento del prezzo del petrolio colpisse tutti i paesi più o meno in eguale misura. Poiché la realtà è diversa, una distribuzione di mezzi finanziari affidata interamente al mercato avverrebbe in modo da aggravare le disuguaglianze esistenti; in conseguenza, la provvista finanziaria complessiva sarebbe inferiore a quella necessaria per impedire una riduzione del livello dell'attività economica. La solvibilità di chi intende far ricorso al mercato verrebbe valutata in base a risultati di bilancia dei pagamenti che possono dipendere da fattori non controllabili dal singolo paese: la sua dipendenza dal petrolio per i consumi di energia o i limiti che le politiche di altri paesi impongono all'espansione delle sue esportazioni. Ne risulterebbero ampi differenziali di saggi di interesse e, data l'ampiezza dei flussi finanziari connessi ai disavanzi delle bilance dei pagamenti, elevati oneri addizionali per alcuni paesi. Ai paesi più poveri, che già probabilmente soffriranno per una riduzione dei flussi di capitale provenienti dalle economie più ricche, verrebbe addirittura negato il finanziamento necessario. Il mercato, quindi, distribuirebbe il credito in proporzione inversa ai bisogni: i fondi afflui-

rebbero ai paesi più ricchi in misura di lunga superiore a quanto occorre, mentre sarebbero negati ai più poveri, che pure potrebbero farne il migliore uso.

Vi sono d'altra parte molti modi per evitare queste distorsioni e per assicurare una ordinata distribuzione dei mezzi finanziari in relazione ai disavanzi provocati direttamente e indirettamente dalla crisi petrolifera. In primo luogo, almeno una parte di questi disavanzi potrebbe essere compensata mediante la creazione di nuovi Diritti Speciali di Prelievo (3). Ancora: organismi internazionali, quali il Fondo Monetario Internazionale, potrebbero compiere opera d'intermediazione, emettendo prestiti sottoscritti dai paesi produttori di petrolio e trasferendo ai paesi in disavanzo i fondi così raccolti (4). Come si è detto in precedenza, questi fondi e i nuovi DSP dovrebbero essere distribuiti fra i vari paesi in relazione ai loro disavanzi petroliferi definiti in senso ampio, se si vogliono evitare effetti deflazionistici generalizzati (5).

In terzo luogo, i paesi relativamente meno colpiti dalla crisi petrolifera e/o relativamente meglio provvisti di mezzi di pagamento internazionali avrebbero la possibilità, e il dovere, di alleviare in vari modi le difficoltà dei paesi per cui è più difficile l'accesso al mercato. In ogni caso essi dovrebbero mantenere un tasso elevato di espansione interna, onde consentire un aumento delle loro importazioni dagli altri paesi industrializzati e dai paesi in via di sviluppo. Questo sarebbe il modo più efficiente per redistribuire il disavanzo complessivo verso i paesi produttori di petrolio e mantenere al tempo

(3) Si trascura qui di considerare il problema se una attività finanziaria quale i DSP venga accettata dai nuovi paesi creditori (alcuni dei quali neppure partecipano all'accordo dei DSP). Il punto centrale del problema consiste in una definizione del valore dei DSP tale da renderli accettabili come strumento di riserva: varie possibilità sono state considerate; una soluzione (pur se non necessariamente la migliore) potrà forse essere trovata a breve scadenza nell'ambito della riforma, per ogni altro verso remota, del sistema monetario internazionale.

(4) Si tratta in sostanza della cosiddetta *oil facility*, proposta dal direttore esecutivo del FMI, dott. Witteween.

(5) Si dovrebbe anche considerare la possibilità di assegnare ai paesi in via di sviluppo un ammontare di DSP e/o di altri mezzi di pagamento superiore all'entità del loro disavanzo petrolifero. L'eccedenza verrebbe certamente spesa da questi paesi per acquistare manufatti, mentre i paesi industrializzati spenderebbero i ricavi delle maggiori esportazioni per pagare le proprie importazioni di petrolio. In questo caso si verificherebbe immediatamente un trasferimento di risorse reali verso i paesi in via di sviluppo. Al contrario, una distribuzione di mezzi di pagamento fra i vari paesi in proporzione alle quote presso il FMI provocherebbe una discriminazione a danno dei paesi più poveri.

stesso un elevato livello di attività, senza dover fare affidamento solo su complessi e incerti movimenti di flussi compensativi di capitali. Lo stesso risultato potrebbe essere ottenuto mediante rivalutazioni delle monete dei paesi più ricchi. Si potrebbe inoltre stimolare, mediante adeguate politiche economiche (6), un flusso di capitali a lungo termine dai più ricchi paesi importatori di petrolio a quelli più poveri.

8. - Esiste una differenza sostanziale, a parte le distorsioni derivanti da una distribuzione di fondi affidata esclusivamente al mercato, fra le varie forme di finanziamento del disavanzo petrolifero considerate nel precedente paragrafo; e in particolare fra l'assegnazione di DSP e l'emissione di debiti (sul mercato o con l'intermediazione di organizzazioni internazionali)?

Mentre, ovviamente, i DSP non costituiscono un debito di alcun particolare paese, i debiti veri e propri vengono a scadenza ad una qualche data futura. Il singolo paese che contragga debiti o è in grado di rinnovarli continuamente alla scadenza, o deve provvedere alla loro restituzione accumulando un fondo di ammortamento in strumenti di riserva (p. es. dollari). Data l'espansione del commercio mondiale, e in particolare data la limitata capacità dei paesi produttori di petrolio di assorbire importazioni, la necessità di accumulare un fondo di ammortamento impone al singolo paese l'adozione di politiche interne deflazionistiche, al fine di realizzare un avanzo di parte corrente verso l'estero. Ma, se tutti i paesi debitori si comportano in questo modo, se ciascuno di essi cerca di ottenere un avanzo di parte corrente per provvedere all'ammortamento dei propri debiti, il risultato sarà una diminuzione delle esportazioni di tutti i paesi, nessuno dei quali sarà più in condizione di ammortizzare i debiti contratti. Acquista così piena evidenza quella « fallacia di compo-

(6) Le possibilità di finanziamento internazionale dipenderanno in modo cruciale dalla politica monetaria (e fiscale) perseguita negli Stati Uniti. Occorre in proposito tener presenti le seguenti circostanze: il rapporto fra importazioni di petrolio e consumi totali di energia è più basso negli Stati Uniti che nella maggior parte degli altri paesi; la bilancia dei pagamenti correnti non petroliferi degli Stati Uniti è rapidamente migliorata nel 1973 e potrà migliorare ulteriormente; vi saranno probabilmente ingenti afflussi di capitale negli Stati Uniti, motivati anche da aspettative di ulteriori rivalutazioni del dollaro. In questa situazione, la possibilità di un'adeguata crescita della liquidità internazionale dipenderà dall'atteggiamento degli Stati Uniti nei confronti degli altri paesi, e in particolare dalla politica monetaria che verrà seguita dalla Riserva Federale.

zione » che è una caratteristica intrinseca della situazione economica mondiale: quanto vale per il singolo paese non vale più allorché si considerino congiuntamente tutte le economie nazionali.

Se dunque si vuole evitare in futuro una flessione del livello dell'attività economica mondiale, si deve ammettere che i paesi debitori possano rimborsare i loro debiti solo nella misura in cui si verifichi un avanzo delle loro partite correnti nei confronti dei paesi creditori. Se, d'altro canto, i paesi produttori di petrolio, che sono i creditori finali, sono disposti ad accumulare attività finanziarie sull'estero senza spenderle, il rimborso dei prestiti inizialmente concessi da un paese industrializzato più ricco dovrebbe accompagnarsi ad un cospicuo disavanzo di parte corrente del paese medesimo e ad un aumento delle sue passività nei confronti dei paesi produttori di petrolio. In questi casi i paesi debitori restituirebbero i prestiti mediante un trasferimento di risorse reali, da ottenersi comprimendo (con l'inflazione o con politiche di controllo della domanda) gli impieghi interni del loro prodotto di piena occupazione.

La situazione non sarebbe granché diversa se ai paesi importatori di petrolio fossero assegnati DSP per consentire loro di regolare i pagamenti con i paesi produttori. Non vi sarebbe in questo caso il pericolo che ciascun paese in disavanzo cerchi di accumulare un fondo di ammortamento; altrimenti, si tratti di debiti o si tratti di DSP, l'alternativa di fondo resterebbe sempre la medesima. O i paesi produttori sono disposti ad accumulare quantità sempre crescenti di DSP o di altre attività: il che equivale ad un continuo rinnovo dei debiti emessi dai paesi importatori o alla concessione ad essi di un credito perpetuo. Oppure i paesi produttori utilizzeranno le attività accumulate per acquistare manufatti e altre merci, che gli altri paesi dovranno offrire aumentando la parte esportata dei loro flussi correnti di produzione. L'analogia fra i due casi è naturalmente valida a condizione che venga assicurata la possibilità di operare in qualche modo un trasferimento dei debiti fra i paesi importatori di petrolio: in modo che il paese A possa pagare con esportazioni di beni e servizi i debiti contratti dal paese B, mentre B ottiene un prestito da A.

9. - Abbiamo visto nei paragrafi precedenti che, se le ragioni di scambio fra petrolio e altre merci restano per qualche tempo al presente livello e se non vengono drasticamente ridotti i consumi di pe-

trolio, vi sono tre possibili sbocchi, nel medio periodo, al problema dei pagamenti: una diminuzione del livello dell'attività economica e del commercio mondiali; un'accumulazione crescente, da parte dei paesi produttori, di attività a valere sulle risorse future dei paesi importatori; un trasferimento reale di risorse da questi a quelli. Il verificarsi della prima possibilità, che è naturalmente la meno desiderabile, dipende anche dalle forme e dai modi con cui si provvederà alle esigenze di finanziamento: come si è visto, un meccanismo di deflazione cumulativa potrebbe essere innescato, qualora i disavanzi fossero per intero finanziati con emissione di debiti e tutti i paesi debitori tentassero simultaneamente di rimborsare questi debiti realizzando avanzi di parte corrente di importo complessivo superiore alla capacità di assorbimento di importazioni addizionali da parte dei creditori finali. L'alternativa fra la seconda e la terza possibilità non è invece influenzata in alcun modo dalla scelta fra diversi meccanismi di finanziamento, ma dipende da fattori che incidono sulla dimensione del debito reale che verrà contratto negli anni prossimi verso i paesi produttori: dal tasso di inflazione nei paesi industrializzati, dunque, dalla politica industriale e dalla crescita della capacità di assorbimento nei paesi produttori, e così via. E' impossibile valutare oggi il segno e la dimensione di questi fattori e pertanto la misura in cui potrà verificarsi in futuro un trasferimento di risorse reali dai paesi consumatori ai paesi produttori.

Questa incertezza può essere causa di ulteriori gravi turbamenti nelle relazioni economiche internazionali e far sì che si verifichi fin d'ora la meno desiderabile delle possibilità sopra indicate. Può infatti avvenire che singoli paesi, temendo una crescita intollerabile dell'onere futuro dei loro debiti, siano indotti a intraprendere politiche commerciali aggressive (con svalutazioni concorrenziali o altri strumenti) per cercare di pagare subito il maggior valore delle importazioni di petrolio. Altri paesi sarebbero allora costretti, per limitare il loro disavanzo corrente, a non compensare gli effetti deflativi interni dell'aumento del prezzo del greggio, o a perseguire addirittura politiche esplicitamente restrittive, e a innalzare ostacoli al commercio con l'estero. Ogni tentativo da parte di singoli di scaricare su altri paesi il proprio disavanzo petrolifero verrebbe così frustrato, senza modificare in misura apprezzabile l'onere complessivo. Occorre dunque auspicare un'azione concertata fra i vari paesi, volta a

realizzare una distribuzione equa ed ordinata di quest'onere e ad evitare qualsiasi danno al livello dell'attività economica. L'esperienza passata e quella presente, tuttavia, lasciano ben poco spazio all'ottimismo.

LUCIO IZZO - LUIGI SPAVENTA

APPENDICE

ELENCO DEI SIMBOLI

- Y : Prodotto nazionale lordo in termini monetari
 y : Prodotto nazionale lordo in termini reali $= \frac{Y}{P}$
 a : Spesa fissata esogenamente in termini reali
 F : Spesa fissata esogenamente in termini monetari
 i : Investimenti in termini reali
 x : Esportazioni in termini reali
 g : Spesa pubblica in termini reali
 c : Consumo in termini reali
 m' : Importazioni di manufatti in termini reali
 m'' : Importazioni di petrolio greggio in termini reali
 p : Prezzo della spesa interna e delle esportazioni e importazioni di manufatti
 π : Prezzo del petrolio greggio
 D : Disavanzo del bilancio pubblico
 B : Avanzo della bilancia dei pagamenti
 k : Consumo autonomo in termini monetari
 H : Spesa complessiva data in termini monetari
 L : Occupazione
 w : Salario monetario
 b : Propensione marginale al consumo
 t : Aliquota di imposizione sul reddito
 b'₁ : Propensione marginale al consumo sul reddito salariale disponibile
 b'₂ : Propensione marginale al consumo sul reddito non salariale disponibile
 γ : Propensione all'importazione di manufatti
 μ : Propensione all'importazione di petrolio greggio
 λ : Elasticità del prezzo dei manufatti rispetto al prezzo del greggio
 β : Elasticità dei salari monetari rispetto al prezzo dei manufatti
 ε : Lavoro per unità di prodotto

IL MODELLO

1 ^a Variante Senza illusione monetaria	2 ^a Variante Con illusione monetaria	3 ^a Variante Propensioni al consumo diverse
(1) $Y = pc + pa - pm' - \pi m''$	(1') $Y = pc + pa + F - pm' - \pi m''$	(1'') vedi (1)
(2) $a = i + g + x$	(2') $pa + F = p(i + g + x)$	(2'') vedi (2)
(3) $pc = b(i - t)Y = b'Y$	(3') $pc = k + b(i - t)Y = k + b'Y$	(3'') $pc = b'_1 wL + b'_2 (Y - wL); b'_1 > b'_2$
(4) $pm' = \gamma Y; b' - \gamma = \alpha$	(4') vedi (4)	(4'') vedi (4)
(5) $m'' = \mu(c + a - m')$	(5') $m'' = \mu(c + a + \frac{F}{p} - m')$	(5'') vedi (5)
(6) $D = pg - tY$	(6') vedi (6)	(6'') vedi (6)
(7) $B = px - pm' - \pi m''$	(7') vedi (7)	(7'') vedi (7)
(8) $\frac{dp}{p} = \lambda \frac{d\pi}{\pi}$	(8') vedi (8)	(8'') vedi (8)
	(9') $k + F = H$	(9'') $L = \epsilon y$
		(10'') $\frac{dw}{w} = \beta \frac{dp}{p}$

I RISULTATI

Risolviendo il modello per y, si ottiene:

$$\text{nella prima Variante: } y = \frac{\pi}{1 - \mu - \frac{\pi}{p}} a;$$

$$\frac{\pi}{1 - \alpha(1 - \mu - \frac{\pi}{p})}$$

$$\text{nella seconda Variante: } y = \frac{\pi}{1 - \alpha(1 - \mu - \frac{\pi}{p})} \frac{H}{(- + \alpha)};$$

$$\text{nella terza Variante: } y = \frac{\frac{\pi}{(1-\mu)\frac{a}{p}}}{1 - [(b'_1 - b'_2) \varepsilon - \frac{w}{p} + b'_2 - \gamma] (1 - \mu \frac{\pi}{p})}$$

Dal differenziale totale di y otteniamo:

$$\text{nella prima Variante: } \frac{dy}{y} = \frac{da}{a} - \frac{1}{1 - \mu \frac{\pi}{p}} \frac{\pi m''}{pa} (1 - \lambda) \frac{d\pi}{\pi};$$

$$\text{nella seconda Variante: } \frac{dy}{y} = \frac{da}{\frac{H}{p} + a} - \frac{H/p}{\frac{H}{p} + a} \lambda \frac{d\pi}{\pi} - \frac{1}{1 - \mu \frac{\pi}{p}} \frac{\pi m''}{H + pa} (1 - \lambda) \frac{d\pi}{\pi},$$

un aumento del livello dei prezzi interni ha un effetto deflazionistico salvo che $\frac{H}{\pi m''} < 1/(1 - \mu \frac{\pi}{p})$; se tale condizione è osservata, il valore di λ che consente di compensare per intero l'effetto deflazionistico di $d\pi/\pi$ è:

$$\lambda = \frac{\pi m''}{\pi m'' - H (1 - \mu \frac{\pi}{p})} > 1;$$

$$\text{nella terza Variante: } \frac{dy}{y} = \frac{da}{a} + \frac{1}{1 - \mu \frac{\pi}{p}} \left[\frac{(b'_1 - b'_2) wL}{pa} (\beta - 1) \lambda - \frac{\pi m''}{pa} (1 - \lambda) \right] \frac{d\pi}{\pi},$$

se $\beta > 1$, l'aumento del livello dei prezzi interni che compensa interamente l'effetto deflazionistico di $d\pi/\pi$ è:

$$0 < \lambda = \frac{\pi m''}{\pi m'' - (b'_1 - b'_2) wL (\beta - 1)} < 1;$$

se $\beta < 1$, un aumento del livello dei prezzi interni ha un effetto deflazionistico salvo che $\pi m'' > (b'_1 - b'_2) wL (1 - \beta)$; se tale condizione è osservata, il valore di λ che consente di compensare per intero l'effetto deflazionistico di $d\pi/\pi$ è:

$$\lambda = \frac{\pi m''}{\pi m'' - (b'_1 - b'_2) wL (1 - \beta)} > 1.$$

Le proposizioni contenute nel testo circa gli effetti sul disavanzo pubblico, D , e sull'avanzo di bilancia dei pagamenti, B , si ottengono considerando i differenziali totali di queste due grandezze. In particolare, se $da = dx$, si ha:

$$\text{nella prima Variante: } dB \Big|_{dy=0} = B\lambda \frac{d\pi}{\pi};$$

$$\text{nella seconda Variante: } dB \Big|_{dy=0} = B\lambda \frac{d\pi}{\pi} + \lambda \frac{H}{p} d\pi;$$

$$\text{nella terza Variante: } dB \Big|_{dy=0} = B\lambda \frac{d\pi}{\pi} + \frac{b'_1 - b'_2}{1 - \mu \frac{\pi}{p}} wL (1 - \beta) \frac{d\pi}{\pi}.$$

Se $da = dg$, per tutte e tre le varianti considerate si ha:

$$dB \Big|_{dy=0} = [B\lambda - \frac{\pi m''}{1 - \mu \frac{\pi}{p}} (1 - \lambda)] \frac{d\pi}{\pi}.$$

L.I.-L.S.

Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*

1. A una prima lettura dei decreti delegati per la riforma tributaria le disposizioni che disciplinano l'imposizione dei redditi da titoli obbligazionari (1) appaiono profondamente innovatrici, sia dal punto di vista dei loro effetti sui costi, assoluti e relativi, delle varie forme di finanziamento, sia dal punto di vista strettamente fiscale della produzione di gettito.

Le innovazioni al precedente regime apportate dai decreti di riforma si possono così puntualizzare:

a) La generalizzata esenzione di fatto — ma non di diritto — dalle imposte personali (complementare e di famiglia), di cui hanno goduto finora i percettori degli interessi sui titoli obbligazionari, per la ben nota evasione in questo campo, è trasformata dalla riforma in esenzione di diritto degli interessi delle obbligazioni dalla nuova imposta personale progressiva. Gli interessi sono assoggettati ad un'imposta sostitutiva riscossa mediante ritenuta alla fonte da parte dell'emittente all'atto del pagamento degli interessi.

In conformità al principio generale di abolizione dei tributi reali che caratterizza la riforma tributaria, nessun altro gravame paragonabile alle precedenti imposte reali (R.M. cat. A e imposta sulle obbligazioni) si aggiunge a questa « cedolare secca », che colpisce gli interessi in sostituzione dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e dell'ILOR.

b) L'aliquota della nuova imposta sostitutiva sugli interessi dei titoli è differenziata in quattro categorie a seconda degli enti emittenti. Tale differenziazione è più ampia che nel sistema prece-

(*) Gli AA. desiderano ringraziare i dott. A. DI MAJO, D. GALLETTA e P. SAVONA per aver letto e commentato il manoscritto.

(1) La nuova disciplina tributaria dei redditi delle obbligazioni, e titoli similari, già delineata nell'art. 9 della legge-delega sulla riforma tributaria (L. 9 ottobre 1971, n. 825) è ora contenuta nell'art. 26 del D.P.R. n. 600 del 29 settembre 1973.

dente, in cui essenzialmente si potevano individuare due categorie di titoli, quelli esenti dall'imposta di R.M. cat. A (titoli di Stato, obbligazioni degli istituti speciali di credito e delle holdings finanziarie pubbliche), e quelli assoggettati all'imposizione mobiliare (obbligazioni emesse dalle società private, incluse le finanziarie) (2).

Anche nella nuova disciplina le obbligazioni emesse dalle società private sono sottoposte all'aliquota più elevata (30 per cento); da queste sono, però, scorporate le obbligazioni emesse dalle società finanziarie private, che vengono assoggettate alla medesima aliquota stabilita per i titoli degli enti autonomi di gestione delle partecipazioni statali (20 per cento) (3). Le obbligazioni emesse dagli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine sono soggette ad un'aliquota ancora inferiore (10 per cento), mentre i titoli di Stato e assimilati (4) sono esenti anche da tale imposta sostitutiva.

c) Il sistema precedente prevedeva la facoltà di rivalsa dell'emittente sul percettore degli interessi per le somme versate a titolo di imposta di R.M. cat. A, e sulle obbligazioni. Ma la facoltà di rivalsa non è stata quasi mai esercitata, cosicché gli uffici fiscali pretendevano dalle società emittenti il pagamento anche della R.M. cat. B e dell'imposta societaria quota-reddito sulle somme corrispondenti all'imposta di cat. A (commisurata agli interessi) e all'imposta

(2) In effetti solo i titoli di Stato erano completamente esenti dall'imposizione reale, in quanto gli altri titoli che abbiamo assimilato ad essi (titoli degli istituti speciali e delle holdings pubbliche) erano soggetti ad imposte in abbonamento, e i titoli dell'IRI e dell'ENI anche all'imposta sulle obbligazioni (l'ENI peraltro contestava il pagamento di tale tributo, sostenendo che esso doveva considerarsi coperto dall'ampia formula di esenzione accordata dallo Statuto alle proprie obbligazioni). Le imposte in abbonamento, che sostituivano l'imposta di R.M. cat. A ed inoltre i tributi indiretti afferenti le emissioni dei titoli (imposte di registro, di bollo, ecc.), erano commisurate al capitale impiegato dagli enti emittenti ed avevano aliquote assai basse: 0,05 per cento per l'IRI; 0,10 per cento per l'ENI e per gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine indicati nella L. 27 luglio 1962, n. 1228; 0,15 per cento per gli altri istituti. Si osservi che al tasso di interesse del 6 per cento l'aliquota dello 0,10 per cento sul capitale corrisponde ad un'aliquota dell'1,6 per cento circa sugli interessi; mentre l'aliquota della R.M. cat. A (comprensiva delle addizionali) era pari al 36 per cento circa degli interessi. Poiché, dunque, l'onere dei tributi a carico delle obbligazioni degli istituti speciali per il credito e degli enti di gestione delle partecipazioni statali era veramente modesto, dal punto di vista del costo fiscale era lecito, sotto il regime pre-riforma, raggruppare i titoli nelle due categorie indicate nel testo.

(3) Le società finanziarie sono quelle iscritte nell'apposito elenco tenuto presso la Banca d'Italia. Le società finanziarie a prevalente partecipazione statale sono quelle indicate all'art. 7 del D.P.R. n. 598 del 29 settembre 1973.

(4) I titoli esenti dall'imposta sostitutiva sugli interessi sono indicati all'art. 31 del D.P.R. n. 601 del 29 sett. 1973: figurano tra questi anche le obbligazioni emesse dall'ENEL.

sulle obbligazioni. Il decreto di riforma stabilisce l'obbligo della rivalsa per l'imposta sostitutiva, eliminando così le questioni controverse sulla indetraibilità dal reddito di impresa dei tributi per i quali non sia stata esercitata la rivalsa.

d) Per quanto riguarda le persone giuridiche, la riforma prevede l'assoggettazione degli interessi percepiti sui titoli (esclusi soltanto quelli dei titoli esenti anche dall'imposta sostitutiva) all'imposta sul reddito delle persone giuridiche e all'ILOR. Pertanto, l'imposta sostitutiva sugli interessi, trattenuta alla fonte, ha natura di acconto delle imposte dovute dalle persone giuridiche sul loro reddito imponibile (5). L'aliquota normale della nuova imposta sulle persone giuridiche è del 25 per cento, cui si aggiunge l'ILOR, cosicché il tasso di imposizione complessivo può raggiungere il 39,7 per cento, nell'ipotesi di applicazione di tutte le maggiorazioni previste per il tributo locale (6).

Le disposizioni dei decreti di riforma confermano un trattamento di favore per le società finanziarie: infatti, l'aliquota di imposta a carico di queste società è ridotta dal 25 per cento al 7,5 per cento, e quella a carico delle società finanziarie a prevalente partecipazione statale è ridotta al 6,25 per cento. Segue che per le società finanziarie ordinarie l'aliquota complessiva scende al 21,7 per cento, e al 20,45 per cento per quelle a prevalente partecipazione statale. Si noti che nella categoria delle società finanziarie, a cui la legge di riforma concede le predette riduzioni di aliquota, non sono comprese le aziende ed istituti di credito, che dall'1 gennaio 1974 sono perciò assoggettati all'aliquota piena dell'imposta sulle persone giuridiche e dell'ILOR.

E' questa un'innovazione importante, perché nel sistema pre-riforma anche le aziende ed istituti di credito beneficiavano — come gli altri enti e società finanziarie — della riduzione dell'aliquota dell'imposta societaria nella misura del 25 per cento, e del 40 per cento per le società ed enti a prevalente partecipazione statale, e inoltre della riduzione ad $\frac{1}{4}$ dell'imposta sulle obbligazioni.

Confrontando la nuova struttura delle aliquote con quella pre-

(5) Il D.P.R. n. 598, cit., all'art. 8 precisa che « se l'ammontare della ritenuta è superiore a quello dell'imposta dovuta, il contribuente ha diritto al rimborso dell'eccedenza ».

(6) Si tenga presente, tuttavia, che un'aliquota dello 0,50 per cento è applicabile soltanto nei luoghi di turismo e di cura; per cui l'aliquota complessiva dovrebbe, nella maggior parte dei casi, non superare il 39,2 per cento.

riforma, risulta che il carico complessivo sui redditi netti da obbligazioni delle persone giuridiche è aumentato da un'aliquota intorno al 15 per cento (7) al 39,2 per cento per le società ordinarie, ed è aumentato dall'11,25 per cento al 21,7 per cento per le società ed enti finanziari (dal 9 per cento al 20,45 per cento se a prevalente partecipazione statale). Infine, per le aziende ed istituti di credito l'aliquota dell'imposizione societaria è salita dall'11,25 per cento (o dal 9 per cento) al 39,2 per cento. Le nuove disposizioni comportano, quindi, un allargamento del divario di trattamento tributario tra i diversi enti percettori degli interessi, a favore delle società ed enti finanziari; ma non delle aziende di credito, che perdono il beneficio della riduzione dell'aliquota dell'imposta societaria, di cui godevano nel precedente regime (8). Il confronto tra le aliquote del precedente regime e di quello in vigore è riportato nella seguente tabella:

ALIQUOTE DI IMPOSIZIONE SUI REDDITI NETTI DELLE OBBLIGAZIONI
POSSEDUTE DALLE PERSONE GIURIDICHE

Categorie di persone giuridiche	Sistema pre-riforma	Sistema vigente
Persone giuridiche ordinarie	15,0% (*)	39,2%
Aziende di credito { ordinarie a prevalente partecipazione statale	11,25%	39,2%
	9,0%	39,2%
Enti e società finanziarie	11,25%	21,7%
Enti e società finanziarie a prevalente partecipazione statale	9,0%	20,45%

(*) Come si è detto, l'aliquota del 15% rispetto al reddito può essere ritenuta tipica della precedente imposta societaria.

(7) Data la particolare struttura dell'imposta societaria, l'esatta incidenza del carico tributario rispetto al reddito imponibile dipendeva dal rapporto reddito/patrimonio. Nel testo abbiamo assunto che l'aliquota riferita al reddito fosse pari al 15 per cento, che corrispondeva ad un rapporto reddito/capitale di circa il 6 per cento (al netto dell'imposta di R.M. cat. B). Da indagini compiute su bilanci societari, soprattutto di aziende di credito, in occasione dei lavori preparatori per la riforma tributaria, è risultato che l'aliquota dell'imposta societaria riferita al reddito era, di regola, compresa nella fascia 10-15 per cento. Sul confronto tra le aliquote dell'imposta societaria e di R.M. cat. B e le aliquote delle nuove imposte introdotte dalla riforma, cfr. C. COSCIANI, « Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette nel quadro della riforma tributaria », in questa Rivista, n. 96, 1971, pagg. 381-406; e « Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa », in *Bancaria*, n. 5, 1972, pagg. 576-585.

(8) Le aziende di credito hanno, però, ottenuto, per altri aspetti della riforma, alcune vantaggiose modifiche del regime di imposizione del loro reddito complessivo.

Si ricordi, inoltre, che nel sistema pre-riforma gli interessi delle obbligazioni emesse dalle imprese (ed anche dalle società finanziarie private) e possedute da enti tassabili in base a bilancio entravano a far parte del reddito societario imponibile dopo aver scontato alla fonte l'imposta di R.M. cat. A. Segue che la riforma in quanto abolisce il tributo reale di R.M., e in quanto conferisce all'imposta sostitutiva sugli interessi carattere di mero acconto dell'imposta successivamente liquidata sul reddito complessivo della persona giuridica, comporta una sostanziale riduzione dell'onere tributario sugli interessi dei titoli emessi da società private e posseduti da persone giuridiche (9).

e) La legge delega sulla riforma tributaria (L. 9 ottobre 1971, n. 825) indicava, all'art. 15, che per le obbligazioni emesse anteriormente all'entrata in vigore della riforma il trattamento tributario non avrebbe dovuto comportare oneri superiori a quelli del precedente regime. Invero, la disciplina transitoria da applicare a tali obbligazioni, che risulta dagli articoli 30 del D.P.R. n. 598, 72 del D.P.R. n. 600 e 37 del D.P.R. n. 601, comporta una riduzione degli oneri rispetto al sistema precedente.

Infatti, per quanto riguarda le obbligazioni possedute da persone fisiche, è previsto che si applichi il trattamento più favorevole tra quello precedente e quello della riforma. Ciò significa che per le obbligazioni emesse da società private verrà applicata l'aliquota della nuova imposta sostitutiva (30 per cento), che è inferiore al carico delle imposte di R.M. cat. A e sulle obbligazioni (tanto più che su tali imposte l'emittente che non esercitava la rivalsa doveva anche le imposte di R.M. cat. B e societaria quota-reddito. Si osservi che il decreto delegato vieta l'esercizio della rivalsa alle imprese che prima non la esercitassero, e quindi di fatto alla generalità degli emittenti) (10).

(9) Si osservi, per inciso, che la riforma, poiché abolisce anche il tributo di R.M. cat. B, determina una sensibile diminuzione del carico fiscale sugli altri redditi delle persone giuridiche (diversi da quelli percepiti sui titoli). Cfr. C. COSCIANI, «Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette», *cit.*

(10) Dall'art. 37 del D.P.R. n. 601 si evince che solo gli interessi sulle obbligazioni emesse prima dell'1 gennaio 1974 e che erano soggette a R.M. cat. A saranno assoggettati all'imposta sul reddito delle persone fisiche. Ma già abbiamo osservato che tali redditi di regola sfuggono all'imposizione personale. Per inciso, ci chiediamo quale sia la *ratio* di questo articolo, che esenta espressamente dall'imposta sul reddito delle persone fisiche gli interessi sulle obbligazioni, emesse prima della riforma, che fossero esenti dall'imposta di R.M. cat. A o fossero comprese in regimi sostitutivi.

Per le altre categorie di obbligazioni emesse anteriormente all'1 gennaio 1974 risulta più favorevole e troverà quindi applicazione il trattamento tributario del precedente regime (esenzione dalla R.M. cat. A e, per taluni titoli, anche dall'imposta sulle obbligazioni).

Per le obbligazioni possedute da persone giuridiche, l'art. 30 del D.P.R. n. 598 stabilisce che soltanto la metà degli interessi e altri frutti percepiti costituiscano reddito imponibile ai fini dell'imposta sulle persone giuridiche. Essi sono, inoltre, esenti dall'ILOR, ex art. 37 del D.P.R. n. 601. La concessione dell'art. 30 del D.P.R. n. 598 equivale all'incirca a ridurre l'imposta dovuta dalle persone giuridiche sugli interessi percepiti dal 25 per cento al 12,50 per cento (11). Tale aliquota è presumibilmente analoga a quella della precedente imposta societaria, che secondo i ricordati calcoli risultava compresa in media nella fascia 10-15 per cento (rispetto al reddito).

Le innovazioni introdotte dai decreti di riforma al trattamento tributario dei redditi obbligazionari appaiono, dunque, ampie e molteplici sul piano normativo; pertanto, ci si deve chiedere se si produrranno modifiche economiche altrettanto rilevanti nel mercato dei titoli a reddito fisso, quanto al livello e alla composizione dell'offerta e della domanda di tali titoli, e al livello e alla struttura dei tassi di interesse.

2. Per poter analizzare gli effetti economici che la riforma tributaria produrrà sul mercato obbligazionario, è necessario partire da una almeno sommaria valutazione dell'incidenza del preesistente sistema di imposizione. Tale sistema era centrato su un'imposta, la R.M. cat. A, di tipo speciale, perché colpiva gli interessi delle obbligazioni emesse da società private (anche se finanziarie), ma non colpiva gli interessi dei titoli di Stato, dei titoli delle holdings finanziarie pubbliche e degli istituti speciali esercenti il credito a medio e lungo termine (12).

Tenuto conto della rilevante massa di titoli pubblici in circolazione esenti dalla R.M. cat. A, alla situazione pre-riforma si pote-

(11) Poiché l'art. 30 prevede che la riduzione non si applichi alle società finanziarie, esse debbono l'imposta con la loro aliquota normale del 7,5 per cento (6,25 per cento se a prevalente partecipazione statale). Ricordiamo che nella situazione pre-riforma queste società pagavano l'imposta societaria secondo una aliquota riferita al reddito dell'11,25 per cento (circa); o del 9 per cento (circa) se a prevalente partecipazione statale.

(12) Ricordiamo che gli istituti speciali, l'IRI e l'ENI corrispondevano una mitissima imposta in abbonamento, che sostituiva la R.M. cat. A e i tributi indiretti attinenti le emissioni e le concessioni di finanziamenti (v. nota 2).

vano applicare i principi della teoria della scienza delle finanze, secondo cui un'imposta speciale si capitalizza, perché altrimenti gli investitori trasferirebbero i loro fondi verso gli impieghi non tassati (13). Queste affermazioni della teoria hanno infatti trovato riscontro nell'esperienza di questi anni, poiché l'imposta speciale (la R.M. cat. A) sugli interessi delle obbligazioni delle imprese private è rimasta a carico degli emittenti. La capitalizzazione dell'imposta ha assunto la forma tecnica della rinuncia, da parte degli emittenti, all'esercizio della facoltà di rivalsa nei confronti dei percettori degli interessi, ai quali è stato assicurato un rendimento netto da imposta in linea con il rendimento ottenibile sui titoli non tassati.

La capitalizzazione dell'imposta speciale sugli interessi ha spinto le imprese, potenziali emittenti, a ricercare forme alternative di approvvigionamento dei fondi dal mercato dei capitali, che non fossero gravate da questo o analogo onere tributario, e quindi comportassero un minore costo del finanziamento. L'esenzione dall'imposta di R.M. cat. A accordata alle obbligazioni degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine ha reso conveniente per le imprese ricorrere all'intermediazione di tali istituti, che potevano emettere le loro obbligazioni ad un costo assai inferiore (data l'altezza dell'aliquota e addizionali della R.M. cat. A). Gli istituti potevano quindi prestare alle imprese i fondi così raccolti, ad un tasso di interesse che, pur comprendendo i costi amministrativi ed il margine di profitto sull'intermediazione, è risultato sensibilmente inferiore al costo di una emissione obbligazionaria diretta da parte delle imprese (14).

La progressiva rinuncia delle imprese all'emissione diretta di obbligazioni, anche per il tramite delle loro finanziarie, e la corrispondente espansione delle emissioni degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, hanno posto in essere un vero meccanismo di « rigetto » della imposta speciale (R.M. cat. A) sugli interessi delle obbligazioni. Si osservi che il sistema finanziario ha potuto sviluppare questo meccanismo di « rigetto » dell'imposta grazie non all'esenzione di una astratta categoria di titoli dello Stato (il Tesoro di regola non finanzia le imprese), ma grazie

(13) Sulla capitalizzazione delle imposte si può vedere S. STEVE, *Lezioni di Scienza delle Finanze*, Padova 1972, VI ed., pagg. 65-66; 81-91.

(14) Si consideri, infatti, che le imprese che emettevano obbligazioni dovevano corrispondere la R.M. cat. A che (incluse le addizionali) raggiungeva circa il 36 per cento degli interessi; e inoltre dovevano pagare la R.M. cat. B e l'imposta societaria sulla medesima imposta di R.M. cat. A, poiché per essa non esercitavano la rivalsa.

all'esenzione dei titoli di una particolare categoria di intermediari finanziari, gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine (15). Per inciso, si può rilevare che la grande espansione del ricorso al credito di tali istituti, che ha consentito il « rigetto » dell'imposta mobiliare, ha avuto anche la conseguenza di allargare il campo di azione degli istituti speciali al di là dei limiti inizialmente concepiti.

Il precedente sistema di imposizione si caratterizzava economicamente non solo nel « rigetto » dell'imposta mobiliare speciale, attraverso il meccanismo sopra descritto, ma anche nella pressoché totale evasione all'imposizione personale (imposta complementare e di famiglia) sugli interessi dei titoli, che erano al portatore e assicuravano l'anonimato fiscale. Pertanto nel sistema pre-riforma l'imposizione sui redditi delle obbligazioni si riduceva di fatto — a parte la mitissima ricordata imposta in abbonamento — all'imposta societaria che colpiva gli interessi di tutte le obbligazioni iscritte nei bilanci degli enti tassabili. Poiché nei confronti delle società tale imposta aveva carattere generale, in quanto colpiva i redditi netti (e il valore patrimoniale) di qualsiasi cespite iscritto in bilancio, incluso ogni tipo di titolo, si può assumere almeno in prima approssimazione (16) che l'imposta non incidereva sugli enti emittenti, e inoltre che non creava particolari motivi di preferenza delle società (in primo luogo delle aziende di credito) verso questa o quella categoria di titoli.

3. La nuova imposta sostitutiva sugli interessi delle obbligazioni, in quanto crea un divario tra tassi lordi e tassi netti di rendimento anche per quell'ampia classe di titoli prima pressoché esenti dal tributo mobiliare (i titoli degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, e delle holdings finanziarie pubbliche), e in quanto sancisce l'obbligo (anziché la facoltà, quasi mai esercitata) di rivalsa dell'emittente sul percettore degli interessi, sembrerebbe

(15) L'esenzione degli interessi dei titoli pubblici è stata, tradizionalmente, giustificata affermando che la loro imposizione costituirebbe una mera partita di giro, mentre comporterebbe dei costi di amministrazione. Tale affermazione non appare, però, valida nel caso attuale dell'esenzione dei titoli degli intermediari finanziari pubblici, perché questi possono emettere obbligazioni per conto delle imprese le quali sfuggono, così, all'imposta sugli interessi (o, più precisamente, sfuggono per la differenza tra l'imposta e il costo dell'intermediazione).

(16) Sarebbe assai difficile individuare esattamente l'incidenza finale di tale imposta, perché si può presumere che il livello (e le variazioni) del suo onere influenzassero la politica dei tassi attivi delle aziende di credito (la principale categoria di investitori, tra le società), e che quindi per questa via si ripercuotessero sul costo del finanziamento delle imprese.

dover produrre effetti economici sostanzialmente diversi da quelli caratterizzanti il precedente regime tributario.

Ma si osservi, in primo luogo, che la trasformazione dalla facoltà nell'obbligo di rivalsa definisce soltanto la percussione (definisce il contribuente di diritto), mentre nulla può dire sull'incidenza economica del tributo. A questo riguardo, la prima considerazione da fare è che il sistema di tassazione degli interessi stabilito dalla riforma è di tipo speciale, perché si applica con una scala di aliquote diverse per i diversi titoli. Secondo la teoria degli effetti economici delle imposte, i differenziali dell'onere tributario si capitalizzano in modo da uguagliare i rendimenti netti di tutti gli impieghi in titoli. L'uguaglianza dei rendimenti netti (17) può essere realizzata, in linea di principio, in due modi:

a) attraverso l'uguaglianza delle cedole al lordo delle imposte sostitutive, e la determinazione di prezzi differenti dei titoli, all'emissione e/o durante la loro vita;

b) attraverso cedole lorde diverse, in proporzione al diverso carico tributario, e prezzi dei titoli uguali (sempre prescindendo dalle diversità di rendimento conseguenti alla diversa qualità dei titoli).

Trascuriamo di analizzare gli eventuali regimi intermedi, in considerazione del fatto che questi complicherebbero la comprensione della struttura dei rendimenti netti da parte dei sottoscrittori.

Ci si può chiedere quale dei due sistemi sopra indicati conviene suggerire agli emittenti. Vi è da ritenere che per semplicità di calcolo da parte dei sottoscrittori sia da suggerire il metodo b). Oltretutto, facciamo osservare che, secondo alcune valutazioni della Banca d'Italia, e altri studi, in periodi di instabilità del mercato (inflazione e/o variazioni dei corsi) il pubblico sembra orientarsi, nella scelta tra titoli aventi uguale rendimento effettivo, in preferenza verso titoli che offrono un rapporto percentuale cedola/nominale più elevato (18).

(17) Si tenga presente che, d'ora innanzi, l'espressione « uguaglianza dei rendimenti netti » deve essere intesa dal punto di vista del prelievo fiscale, e quindi a parità delle altre condizioni che determinano divari di rendimenti tra diverse categorie di titoli (garanzie, « stanzialità » per anticipazioni, modalità dei rimborsi, ecc.).

(18) Cfr. B. BIANCHI - P. NARDI, « La variabilità dei rendimenti effettivi dei prestiti obbligazionari », *Contributi alla Ricerca Economica* - Servizio Studi Banca d'Italia, dicembre 1972, pagg. 7-39. Si noti, per completezza, che dal punto di vista dell'emittente vi sarebbe invece

Stabilito che la riforma si qualifica per la specialità dell'imposizione sugli interessi obbligazionari, sorgono difficoltà di applicazione dello schema teorico tradizionale dell'incidenza dell'imposta speciale, perché le aliquote della nuova imposta si differenziano non solo in relazione alle tre categorie di titoli tassati, ma anche in relazione alle due categorie fiscali di possessori (persone fisiche e persone giuridiche).

Per meglio chiarire la natura di tali difficoltà, si ipotizzi — per il momento — che il mercato sia costituito soltanto da investitori persone fisiche: in questa ipotesi, necessariamente i rendimenti lordi dei titoli si allineerebbero secondo la scala delle aliquote dell'imposta sostitutiva, così da uguagliare i rendimenti netti dall'imposta. Riportiamo una tabella degli interessi lordi dei titoli che dovrebbero essere corrisposti per assicurare agli investitori persone fisiche un interesse netto rispettivamente del 6 per cento e del 7 per cento, a titolo esemplificativo.

Aliquota dell'imposta sostitutiva		Tasso di interesse netto da imposta			
		6,0%		7,0%	
		Tasso di interesse lordo da imposta			
Aliquota formale	Aliquota lorda effettiva (*)	Tasso di interesse lordo	di cui onere fiscale	Tasso di interesse lordo	di cui onere fiscale
0%	0%	6,0%	—	7,0%	—
10%	11,11%	6,67%	0,67%	7,78%	0,78%
20%	25,0%	7,50%	1,50%	8,75%	1,75%
30%	42,857%	8,57%	2,57%	10,0%	3,0%

(*) Poiché vi è l'obbligo della rivalsa, per corrispondere all'investitore un dato tasso netto di interesse occorre fissare il corrispondente tasso lordo sul quale calcolare l'imposta, che pertanto colpisce anche l'imposta stessa.

convenienza ad emettere titoli che, a parità di rendimento medio effettivo, portino cedole basse, così da ridurre l'onere della imposta sostitutiva che è commisurata agli interessi nominali corrisposti. Ma vi è da ritenere che la pratica rilevanza di questa possibilità sia modesta, dato che gli interessi nominali sui titoli esenti costituiscono sostanzialmente un vincolo alle condizioni di emissione degli altri titoli. Si osservi, inoltre, che tale convenienza non dovrebbe, comunque, sussistere quando le obbligazioni sono sottoscritte dalle persone giuridiche, perché esse devono subire l'imposizione delle plusvalenze patrimoniali risultanti dai bilanci.

Tale struttura dei rendimenti lordi accentuerebbe il processo di finanziamento del sistema produttivo attraverso gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, la cui raccolta e intermediazione, come abbiamo detto, già nel precedente regime tributario avevano sostituito la raccolta diretta da parte delle imprese.

Infatti, se dopo la riforma la struttura dei rendimenti lordi dei titoli riflettesse la gerarchia delle aliquote dell'imposta sostitutiva, non solo le imprese ma anche gli enti finanziari pubblici di gestione (IRI e ENI) sarebbero disincentivati dall'emettere proprie obbligazioni, perché dovrebbero sopportare un carico tributario sugli interessi sensibilmente più elevato (un'aliquota di circa 14 punti maggiore) di quello imposto agli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine.

Vi sarebbe, però, un'importante differenza, che si riferisce alla misura del gettito, rispetto al sistema precedente. Mentre nel precedente sistema il finanziamento dell'attività produttiva per mezzo delle obbligazioni emesse dagli istituti speciali e dalle holdings finanziarie pubbliche consentiva, come abbiamo posto in luce, il rigetto del tributo mobiliare (R.M. cat. A); invece nel nuovo sistema — sempre nell'ipotesi che la struttura dei rendimenti lordi rifletta la scala delle aliquote della ritenuta alla fonte — il mercato non potrebbe sfuggire almeno all'aliquota del 10 per cento sugli interessi delle obbligazioni emesse dagli istituti speciali. A questa nuova capacità di produrre gettito conferita dalla riforma al regime tributario delle obbligazioni corrisponderebbe, d'altra parte, un aumento del costo medio della raccolta di capitali, perché l'aumento del gettito misurerebbe anche l'aumento di costo per l'emittente inciso dall'imposta sostitutiva.

4. L'assetto del mercato obbligazionario che abbiamo sopra illustrato è quello che la nuova imposta sostitutiva, in quanto articolata nelle differenti aliquote, tenderebbe a generare (19); ed invece tale assetto non potrà in concreto realizzarsi, perché una parte elevata (più della metà) delle obbligazioni in essere sono nelle mani delle persone giuridiche (20), per le quali l'imposta sostitutiva introdotta

(19) La struttura dei rendimenti lordi sui titoli dovrebbe essere tale da uguagliare i rendimenti netti dall'imposta sostitutiva.

(20) Dai dati sul classamento dei titoli mobiliari riportati nei supplementi al Bollettino della Banca d'Italia si può vedere che a fine giugno 1973 di circa 43.400 miliardi di obbligazioni in circolazione 16.500 miliardi erano nei portafogli delle aziende di credito, e altri 7.700 miliardi erano tenuti dalla Banca d'Italia e dalla Cassa DD.PP. Si possono stimare intorno ai 17.000 miliardi le obbligazioni possedute dai privati sottoscrittori.

dalla riforma non è autonoma, ma ha natura di acconto sull'imposta commisurata al coacervo dei redditi societari (di cui gli interessi delle obbligazioni entrano a far parte). Pertanto, per procedere nello studio dell'incidenza del nuovo regime tributario occorre analizzare quali saranno gli effetti sulle scelte delle persone giuridiche, e in particolare delle aziende di credito, che rappresentano la componente di gran lunga più rilevante di tale categoria di investitori.

Per le aziende di credito tutti i titoli (esclusi quelli esenti) sono tassati con la medesima aliquota, cioè con quella dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche (39,2 per cento): perciò i differenziali di aliquote dell'imposta sostitutiva concernono, per questa categoria di investitori, soltanto la misura delle ritenute di acconto e non l'imposta definitiva che colpisce con l'unica aliquota (39,2 per cento) tutti i redditi netti imponibili da qualunque titolo provengano. Segue, perciò, che dal punto di vista delle persone giuridiche la riforma tributaria pone in essere due sole categorie fiscali di titoli: quelli tassati dall'imposta sul reddito netto di impresa, e quelli esenti. Si devono quindi considerare quali sono i termini economici di convenienza, per le aziende di credito, nella scelta tra queste due categorie di titoli.

Mentre per i contribuenti persone fisiche il risparmio di imposta consentito dal possesso del titolo esente è pari al tributo che sarebbe trattenuto alla fonte se il titolo fosse tassato (cosicché ad esempio le persone fisiche considerano pari il rendimento del 7 per cento di un titolo esente e del 7,77 per cento di un titolo tassato al 10 per cento), invece per il contribuente azienda di credito il risparmio di imposta offerto dal possesso del titolo esente è inferiore al prodotto dell'aliquota per l'interesse corrisposto. Questo perché il decreto delegato di riforma, confermando la precedente normativa, stabilisce che l'esclusione degli interessi esenti dalla base complessiva dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche comporta la non deducibilità della quota di spese determinata dalla proporzione tra i redditi imponibili e il complesso di tutti i redditi della persona giuridica (21).

Segue che il risparmio di imposta di cui l'azienda di credito beneficia per il possesso di un titolo esente (in confronto al possesso di un titolo tassato) è funzione: a) del rapporto tra l'ammontare dei ricavi percepiti in forma di interessi da titoli esenti e l'ammon-

(21) Cfr. il D.P.R. n. 597, art. 58; e il D.P.R. n. 598, art. 21.

tare complessivo dei ricavi; b) dal rapporto tra le spese complessive deducibili ai fini della determinazione del reddito imponibile ed i ricavi complessivi. Pertanto, l'esatto calcolo del risparmio di imposta offerto a una persona giuridica dal possesso di titoli esenti deve essere fatto in riferimento a una specifica situazione di bilancio.

Facendo tale calcolo per alcune strutture di bilancio che si possono ritenere tipiche per le aziende di credito, risulta che il possesso di titoli esenti consente un risparmio di imposta che si colloca, in generale, tra il 4-7 per cento degli interessi percepiti⁽²²⁾. Da tale risultato discende che i titoli tassati possono trovare accoglienza nei portafogli delle aziende di credito solo se il loro rendimento lordo sia 4-7 per cento superiore al rendimento offerto dai titoli esenti. E' sufficiente che il divario tra i due rendimenti sia di poco maggiore per determinare la specializzazione dei portafogli delle aziende di credito nei titoli tassati. D'altra parte, poiché tale divario non raggiunge il 10 per cento, che è l'aliquota sugli interessi dei titoli degli istituti speciali per il credito (ed assimilati), le persone fisiche non hanno convenienza ad acquistare tale categoria di titoli, che darebbero loro un rendimento netto inferiore a quello ritraibile dai titoli esenti.

5. Dalle precedenti considerazioni si deduce che nel nuovo regime tributario si determinerà una forte tendenza alla specializzazione dei portafogli delle due categorie di investitori, delle persone fisiche in titoli esenti e delle persone giuridiche in titoli tassati⁽²³⁾. Questo particolare classamento dei titoli obbligazionari poggerà su una struttura dei rendimenti costituita da due soli tassi, quello sui titoli esenti e quello sui titoli tassati. Si noti che tale struttura dei rendimenti non rifletterà la gerarchia delle aliquote dell'imposta sostitutiva, quale si legge nei decreti delegati. Il differenziale tra i due tassi di interesse non dovrebbe superare il 4-7 per cento del ren-

(22) Questi risultati si ottengono per bilanci di aziende di credito che presentano: un rapporto fra spese e ricavi del 90 per cento ed oltre; e redditi da investimenti in obbligazioni pari al 20-30 per cento dei ricavi complessivi. Per situazioni di bilancio diverse da queste tipiche che abbiamo considerato si vedano le osservazioni svolte a pagg. 45-46.

(23) Sulla specializzazione dei portafogli che dovrebbe conseguire alla riforma tributaria si vedano: A. MARZANO, « Imposta speciale, struttura dei portafogli e paradosso del rigetto del tributo », in *Tribuni*, febbraio 1970, pagg. 3-21; C. COSCIANI, « Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa », *cit.*

dimento offerto dai titoli esenti, perché questo è il differenziale che rende conveniente per le persone giuridiche (in particolare le aziende di credito) l'acquisto dei titoli tassati.

Si deve a questo proposito osservare che la riforma, poiché determina non solo la specializzazione dei portafogli delle aziende di credito nella classe dei titoli tassati, ma inoltre non discrimina all'interno di tale classe tra i diversi tipi di titoli tassati, crea — in linea di principio — un mercato anche per le obbligazioni emesse dalle imprese private e dalle loro finanziarie; mentre nel precedente sistema, ricordiamo, le imprese erano disincentivate dall'emettere tali obbligazioni che comportavano un costo fiscale assai più elevato rispetto a quello degli altri titoli.

Sotto questo aspetto, la riforma potrebbe aprire prospettive nuove e interessanti per una diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, soprattutto di quelle maggiori, stimolandole alla raccolta diretta di capitali. Si potrebbe così restituire (almeno in parte) gli istituti speciali alla funzione prevalente di erogazione del credito alle imprese medio-piccole (a cui è di fatto precluso l'accesso diretto al mercato dei capitali) e alle attività e settori, produttivi e geografici, che specificamente si intendono incentivare. Ma, le vigenti disposizioni della legge bancaria, che fanno divieto alle aziende di credito di sottoscrivere i titoli obbligazionari emessi dalle imprese e dalle finanziarie private, rendono inoperante l'equiparazione fiscale che la riforma ha, di fatto, concesso alle obbligazioni delle imprese con le obbligazioni emesse dagli istituti speciali e dalle holdings pubbliche (quanto alla convenienza fiscale del loro possesso da parte delle persone giuridiche). Tale equiparazione costituirà invece un sicuro vantaggio per le obbligazioni emesse dall'IRI e dall'ENI, che potranno trovare accoglienza nei portafogli delle aziende di credito (non essendovi alcun impedimento giuridico) al medesimo tasso di interesse al quale si collocano negli stessi portafogli i titoli degli istituti speciali per il credito.

Vi è una categoria di persone giuridiche, le società finanziarie, che non hanno ostacoli legali all'acquisto di obbligazioni emesse dalle imprese, e che troveranno perciò convenienza a sottoscriverle non meno degli altri titoli tassati.

Tuttavia, le risorse investibili delle società finanziarie (di cui al citato elenco tenuto presso la Banca d'Italia) sono quantitativamente modeste, e quindi insufficienti a creare una domanda

di tali titoli capace di modificare in misura apprezzabile la struttura del finanziamento delle imprese, nel senso di consentire loro di raccogliere una quota rilevante del proprio fabbisogno di capitale collocando i propri titoli presso tali società. Si noti, peraltro, che le società finanziarie, poiché beneficiano dell'aliquota ridotta dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, godranno di una «rendita di posizione», in quantoché il rendimento lordo dei titoli tassati si stabilirà sul mercato al livello che consente il loro classamento nei portafogli delle aziende di credito, che sono soggette all'aliquota normale del 39,2 per cento.

La possibilità di godere di questa rendita può essere un incentivo per le società finanziarie ad accrescere i loro investimenti in obbligazioni così da rendere un po' più consistente anche il mercato dei titoli emessi dalle imprese o dalle loro finanziarie (private).

6. Il processo di segmentazione del mercato tra la categoria degli investitori persone fisiche, che acquistano i titoli esenti, e la categoria persone giuridiche, che acquistano i titoli tassati, presuppone il mantenimento nel tempo dell'equilibrio tra domanda e offerta in entrambi i comparti del mercato; in particolare, presuppone l'equilibrio tra l'offerta dei titoli tassati e la ricchezza che le persone giuridiche desiderano investire in obbligazioni. Infatti, se dovesse accadere che l'offerta dei titoli tassati ecceda la domanda delle persone giuridiche, i tassi lordi di rendimento sui titoli tassati dovrebbero aumentare almeno dell'11,11 per cento rispetto a quelli degli esenti, ossia nella misura necessaria a rendere conveniente l'acquisto da parte degli investitori persone fisiche dei titoli tassati con l'aliquota del 10 per cento. Il classamento di tali titoli nei portafogli dei privati comporterebbe da un lato l'aumento del costo della raccolta obbligazionaria, aumento che gli istituti speciali, emittenti delle obbligazioni tassate al 10 per cento, presumibilmente addosserebbero alle imprese che ricorrono alla loro intermediazione; e comporterebbe dall'altro lato un aumento del gettito, poiché la vendita dei titoli tassati alle persone fisiche renderebbe operante il prelievo dell'imposta sostitutiva (che nei confronti delle persone fisiche è a titolo definitivo, e non di acconto).

L'eventuale verificarsi di squilibri tra la domanda e l'offerta dei titoli in un comparto del mercato obbligazionario non è il solo evento che produrrebbe condizioni di mercato diverse da quelle che abbiamo sopra illustrato, e che possiamo sintetizzare nella struttura

degli interessi formata da due soli tassi, il cui differenziale è rappresentato dal maggior rendimento lordo sui titoli tassati necessario a rendere conveniente la specializzazione dei portafogli delle persone giuridiche in tale classe di titoli.

Vi sono sostanzialmente altri due fattori che potrebbero alterare, in qualche misura, la predetta struttura di equilibrio del mercato. Il primo concerne i termini di convenienza che le aziende di credito valutano nella scelta tra i titoli esenti e i titoli tassati. Ricordiamo, dal precedente paragrafo, che per strutture di bilanci bancari che si possono considerare tipiche il risparmio di imposta offerto dal possesso di un titolo esente, rispetto a un titolo tassato, risulta assai modesto, perché:

a) le spese riconosciute dal fisco ai fini della determinazione dell'utile di bilancio tassabile rappresentano di regola percentuali assai elevate dei ricavi complessivi: quindi, l'esenzione consente un effettivo risparmio di imposta soltanto per la modesta differenza tra gli interessi esenti percepiti e le spese proporzionalmente imputate alla loro produzione. Ma tale risparmio di imposta potrebbe divenire apprezzabile se accertamenti più rigorosi degli uffici fiscali approdassero ad una sensibile riduzione del valore delle spese indicato nei bilanci, essendo nota la tendenza di molte società a nascondere tra le voci di spesa elementi di reddito netto, così da diminuire il debito di imposta. Se nel nuovo regime tributario accertamenti più rigorosi definissero in media più bassi rapporti spese/ricavi, ai fini della determinazione dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, aumenterebbe corrispondentemente il peso del risparmio d'imposta ritraibile dal possesso di titoli esenti. Si allargherebbe, allora, il divario tra il rendimento del titolo esente e il rendimento lordo dei titoli tassati necessario ad assicurare il classamento di questi nei portafogli delle aziende di credito; quando tale divario raggiungesse l'11,11 per cento degli interessi, diverrebbe conveniente per le persone fisiche l'acquisto dei titoli degli istituti speciali per il credito, e assimilati;

b) gli interessi percepiti da titoli obbligazionari rappresentano in media una frazione relativamente piccola dei ricavi complessivi delle aziende di credito; come è lecito attendersi, perché la banche hanno funzione istituzionale di erogare i mutui, e dovrebbero perciò considerare residuale l'attività di investimento nei titoli

a reddito fisso. Si può tuttavia osservare che vi è una categoria di aziende di credito, di piccole dimensioni e/o localizzate in aree dove è limitata la domanda di finanziamento della attività produttiva, che mantengono rapporti depositi/impieghi relativamente elevati, e quindi possono convogliare la disponibilità di fondi verso le banche maggiori e più attive sul mercato degli impieghi (il fenomeno dei conti interbancari), oppure possono investirle direttamente in obbligazioni. Per un'azienda di credito di questo tipo, che decidesse di orientarsi prevalentemente verso l'acquisto di titoli obbligazionari, il rapporto tra gli interessi da titoli e i ricavi complessivi risulterebbe maggiore di quello medio, rilevato presso le grandi banche; quindi potrebbe risultare sensibile il risparmio di imposta ottenibile dal possesso di un titolo esente (risparmio che, ricordiamo, è funzione crescente del rapporto tra gli interessi sui titoli e i ricavi complessivi).

L'altro ostacolo che potrebbe manifestarsi all'attuazione delle condizioni di equilibrio del mercato, sopra illustrate, è rappresentato dalla vischiosità delle decisioni di taluni operatori, che sono restii a mutare la composizione dei loro portafogli titoli quando si verificano cambiamenti dei rendimenti relativi, almeno entro certi limiti. Si pensi, in particolare, alla tradizionale preferenza che i risparmiatori privati accordano alle cartelle fondiarie, che erano esenti dal tributo mobiliare nel precedente regime, e che sono invece assoggettate dalla riforma all'imposta sostitutiva con aliquota del 10 per cento.

Se ci si attiene ai calcoli di convenienza finanziaria, non vi è dubbio che le cartelle di nuova emissione dovrebbero essere classate d'ora innanzi nei portafogli delle persone giuridiche (essenzialmente le banche), alla stessa stregua degli altri titoli tassati. Ma, la prospettiva di un repentino cambiamento del destinatario abituale di tali titoli può destare preoccupazione negli emittenti, che sanno di operare in un mercato relativamente ristretto e che già per altri motivi è incerto sulla sorte dei valori a reddito fisso (in primo luogo per gli effetti del tasso di inflazione, presente e atteso).

Non è perciò da escludere l'ipotesi che gli emittenti tradizionalmente abituati a coltivare un determinato settore degli investitori rifiutino di cambiare il classamento dei propri titoli (di nuova emissione): nella fattispecie, gli istituti e sezioni esercenti il credito

fondario potrebbero decidere di accollarsi l'imposta sostitutiva del 10 per cento, e di trasferire, almeno in parte, il nuovo onere tributario sul prezzo dei servizi offerti, aumentando i tassi degli interessi attivi.

Un'ultima osservazione riguarda gli effetti che le norme transitorie produrranno nel processo di aggiustamento del mercato alla struttura dei tassi di rendimento e alla specializzazione dei portafogli che dovrebbero prevalere nel nuovo regime tributario. Ricordiamo che le norme transitorie rendono, di fatto, esenti da ogni gravame fiscale le obbligazioni possedute dalle persone fisiche che siano state emesse anteriormente all'1 gennaio 1974. Pertanto, la disciplina transitoria elimina il pericolo che gli investitori persone fisiche — che nel nuovo regime tributario avranno interesse ad acquistare i titoli esenti — decidano di smobilizzare la massa dei titoli tassati (emessi prima dell'1 gennaio 1974) che attualmente detengono nei loro portafogli (perché ciò avrebbe, chiaramente, effetti disastrosi sui corsi dei titoli e sull'offerta complessiva dei fondi). Inoltre, nel periodo di transizione, ossia fino a che vi sarà sul mercato una quota consistente di titoli emessi prima dell'entrata in vigore della riforma, il mantenimento dell'equilibrio tra l'offerta dei titoli tassati e la loro domanda da parte delle persone giuridiche (sostanzialmente le aziende di credito) risulterà agevole, perché le persone giuridiche, qualora non desiderassero aumentare la loro domanda globale di titoli a reddito fisso, avranno la possibilità di cedere i vecchi titoli ai privati (per i quali tali titoli sono esenti), così da fare posto nei loro portafogli alle nuove emissioni di titoli tassati.

7. Da questa analisi sui presumibili effetti economici del nuovo regime tributario dei titoli obbligazionari si trae una conclusione di carattere generale. Le ampie e molteplici innovazioni che si leggono nei testi dei decreti di riforma non sembrano tali da risultare in modifiche economiche di rilievo né della struttura dell'offerta dei titoli, né del livello dei tassi di interesse.

Come in passato, il regime fiscale tenderà a scoraggiare le emissioni obbligazionarie delle imprese (nonché delle società finanziarie private), per due motivi. Infatti, da un lato il classamento di tali titoli presso i portafogli delle persone fisiche comporterebbe l'assunzione degli emittenti a proprio carico di un onere tributario

differenziale, pari al 42,86 per cento degli interessi, rispetto ai titoli esenti, o di un onere pari al 25 per cento per le emissioni delle società finanziarie. Dall'altro lato, il classamento di tali obbligazioni nei portafogli delle persone giuridiche, che pure potrebbe avvenire ad un tasso di poco superiore a quello dei titoli esenti, come sopra abbiamo mostrato, è di fatto largamente impedito dalle norme che vietano alle aziende di credito — che sono i maggiori investitori della categoria persone giuridiche — di sottoscrivere i titoli emessi dalle società private. Il finanziamento a medio e lungo termine del sistema produttivo continuerà perciò a svolgersi attraverso i canali della raccolta obbligazionaria degli istituti speciali per il credito e delle holdings finanziarie pubbliche.

L'incidenza del nuovo tipo di imposizione non sarà tale da comportare rilevanti aumenti dei tassi dell'interesse, contrariamente ad alcune previsioni pessimistiche che sono state avanzate. E' lecito attendersi soltanto quell'aumento del costo del denaro raccolto dagli istituti speciali e dalle holdings pubbliche che corrisponde al maggior rendimento lordo (rispetto al rendimento netto offerto dai titoli esenti) necessario perché i titoli tassati siano classati nei portafogli delle aziende di credito. Come si è mostrato, lo scarto tra i rendimenti lordi dei titoli tassati e il rendimento netto dei titoli esenti non dovrebbe superare, per tassi compresi fra il 6-8 per cento netto, il mezzo punto.

A questa struttura dei rendimenti dei titoli corrisponderà una marcata tendenza alla specializzazione dei portafogli delle due categorie di investitori, persone fisiche e persone giuridiche, rispettivamente in titoli esenti e in titoli tassati. Sfortunatamente, questa che è sì una innovazione attribuibile al nuovo regime tributario, non è però un punto all'attivo per la riforma, perché irrigidisce il mercato obbligazionario creando un artificioso collegamento da una parte tra la domanda di fondi del Tesoro e l'offerta degli investitori persone fisiche, dall'altra tra la domanda di fondi del settore direttamente produttivo e l'offerta del sistema bancario.

In queste condizioni, i possibili squilibri tra domanda e offerta di fondi sui due segmenti del mercato richiederebbero, per essere colmati, movimenti relativamente ampi dei tassi dell'interesse, cioè tali che rendano conveniente per gli investitori privati l'acquisto di titoli tassati (il rendimento lordo deve aumentare almeno in proporzione all'aliquota dell'11,11 per cento). Poiché di regola le autorità monetarie non considerano accettabili ampi movimenti dei tassi

di interesse a lungo termine, si può affermare che la segmentazione del mercato obbligazionario imporrà un ulteriore vincolo alla politica monetaria, già ora gravata dal compito di soddisfare una pluralità di obiettivi, mentre dispone di un numero relativamente limitato di strumenti selettivi.

Queste considerazioni intorno all'incidenza del nuovo regime tributario ci portano anche a concludere che la riforma non dovrebbe risultare in un'apprezzabile espansione del gettito del prelievo sui redditi da titoli obbligazionari. La riforma perciò non realizza l'intento, che sembrava fosse presente al legislatore, di assoggettare all'imposizione diretta sui redditi anche il comparto obbligazionario, pur rispettandone il regime di circolazione al portatore. Non solo: la nuova normativa viola gravemente il generale intento perequativo che doveva ispirare la riforma laddove abroga l'obbligo delle persone fisiche di denunciare gli interessi percepiti dai titoli ai fini dell'imposta personale progressiva. E' vero che fino ad ora quasi mai gli interessi percepiti venivano dichiarati o accertati dal fisco per la determinazione dell'imponibile dell'imposta complementare e di famiglia; ma non vi è dubbio che l'esenzione di diritto accordata dalla riforma ai percettori degli interessi delle obbligazioni (e dei depositi) non equivale alla precedente esenzione di fatto, perché elimina anche in prospettiva i rischi dell'evasione ed inoltre consente al contribuente inquisito dal fisco di giustificare livelli di reddito altrimenti soggetti all'imposizione.

GIORGIO LA MALFA - ROLANDO VALIANI

Politica industriale nella Comunità Economica Europea

Il Trattato di Roma considera vari aspetti della politica industriale: diritto di stabilimento, libertà di movimento di capitali, disciplina della concorrenza, e via dicendo. Non si preoccupa però delle inter-relazioni fra i vari gruppi di norme, né contempla le misure che sarebbe necessario prendere per eliminare ostacoli esistenti al movimento e alla fusione di imprese nell'ambito della comunità europea.

Questi ostacoli — in particolare, barriere legali, fiscali e finanziarie alle fusioni e allo stabilimento di filiazioni nei paesi membri — sono stati ampiamente discussi dopo la pubblicazione del Trattato. In seguito, l'accento è stato posto sul problema della competitività delle imprese europee nei confronti delle imprese americane, specialmente di quelle dotate di filiazioni in Europa. Questa preoccupazione ha portato a raccomandazioni perché sia adottata una politica tecnologica « comunitaria » e ha trovato espressione nel memorandum della Commissione di Bruxelles sulla politica industriale (1).

Il memorandum della Commissione considera la necessità di eliminare gli ostacoli alle fusioni tra imprese di diversi paesi membri, di abolire barriere di tipo diverso dai dazi doganali nel commercio di prodotti industriali, e di dar vita a una comune politica tecnologica. Esso contiene pochi riferimenti a politiche anti-trust e anti-cartello perseguite sulla base degli articoli 85 e 86 del Trattato di Roma. In realtà, dopo la costituzione della CEE, si osserva un certo dualismo nelle proposte e linee d'azione della Commissione, la quale da un lato tende a incoraggiare processi di concentrazione

(1) Memorandum della Commissione sulla politica industriale della Comunità, Bruxelles, 1970.

e dall'altro cerca di limitare posizioni di « potere » sul mercato (2). Questo dualismo non è senza rapporto con la separazione organizzativa delle questioni industriali tecniche e scientifiche (direzione generale III) dai problemi della concorrenza (direzione generale IV). Ma riflette soprattutto la mancanza di una politica coerente in materia di concentrazione e concorrenza.

Questo articolo tratterà delle misure necessarie per eliminare gli ostacoli esistenti al pieno sfruttamento dei vantaggi dell'ampio mercato creato dalla costituzione della Comunità Economica Europea; esaminerà le questioni concernenti una politica tecnologica comune; analizzerà le implicazioni che indirizzi del genere avrebbero sulla concorrenza nell'ambito del mercato comune. In connessione con quest'ultimo problema, discuterà i presupposti di una politica equilibrata fra incoraggiare e limitare processi di concentrazione.

Ostacoli all'organizzazione della produzione nell'ambito del mercato comune

La costituzione della CEE portò a un'ondata di fusioni nei paesi membri. In Francia e in Italia, dove era più basso il grado di concentrazione, questa fu attivamente incoraggiata dai poteri pubblici. Ma le fusioni e, in minor misura, gli accordi di cooperazione ebbero luogo, in generale, entro i singoli paesi piuttosto che fra paesi diversi (v. tabella). Talché il grado di interpenetrazione delle attività industriali rimase modesto nell'ambito del mercato comune.

Inoltre, fusioni, accordi di cooperazione e istituzioni di società affiliate avvennero con molta maggior frequenza nelle relazioni tra paesi membri e paesi terzi piuttosto che tra paesi membri della CEE. Questa situazione ha suscitato preoccupazioni, soprattutto perché una notevole parte delle imprese estere che si stabiliscono nei paesi del mercato comune è americana. Anche raffronti di dimensioni tra imprese americane e imprese della CEE hanno avuto molto risalto nelle raccomandazioni formulate per incoraggiare la concentrazione.

(2) A questo proposito si può notare che, mentre la direzione generale « affari industriali e tecnologici » ha posto in risalto i meriti delle fusioni, la direzione generale « concorrenza » ha condotto una pubblica campagna anti-trust, che a quanto pare ha preoccupato almeno alcune imprese propense a iniziative in comune (*New York Times*, 15 gennaio, 1973 e *Wall Street Journal*, 25 aprile, 1973).

ISTITUZIONE DI SOCIETÀ AFFILIATE, ACCORDI DI COOPERAZIONE
E FUSIONI NEL MERCATO COMUNE EUROPEO, 1961-69

<i>Istituzione di società affiliate</i>	
Da parte di imprese di paesi membri	2300
Da parte di imprese di paesi terzi	3546
<i>Accordi di cooperazione</i>	
Tra imprese nazionali	1352
Tra imprese di paesi membri	1001
Tra imprese di paesi membri e imprese estere	2797
<i>Fusioni</i>	
Tra imprese nazionali	1861
Tra imprese di paesi membri	257
Tra imprese di paesi membri e imprese estere	820

Prescindendo dall'opportunità di limitare l'influenza di imprese americane, che implica necessariamente un giudizio politico, è evidente che l'esistenza di ostacoli allo sviluppo di relazioni industriali tra i paesi membri è una fonte di inefficienze nel mercato comune. In particolare, siffatti ostacoli rallentano la creazione di unità di dimensione ottima, quale invece è possibile nel vasto e libero mercato degli Stati Uniti. In pari tempo, le fusioni nell'ambito nazionale possono rendere più difficili le concentrazioni fra paesi diversi e contribuire all'affermarsi di gruppi di pressione che influiscono sulle politiche dei governi dei singoli paesi membri.

Sorge quindi una prima domanda: quali sono gli ostacoli principali alle fusioni e alla costituzione di affiliate nei paesi membri, e come possono essere superati? Nelle pagine seguenti considereremo rispettivamente gli ostacoli legali, fiscali e finanziari. Passeremo poi alle questioni riguardanti gli « standards » tecnici e gli acquisti governativi, in connessione con l'esame della politica tecnologica.

Ostacoli legali

L'articolo 58 del Trattato di Roma dispone che « le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro d'attività principale all'interno della comunità sono equiparate... alle

persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri ». La Convenzione riguardante il mutuo riconoscimento di società e persone giuridiche, convenzione sottoscritta a Bruxelles il 28 febbraio 1968, precisa che le società ricadenti sotto l'articolo 58 sono quelle che hanno la sede sociale in uno dei paesi membri. La Commissione ha preparato tre schemi di direttive miranti ad armonizzare le garanzie che le società forniscono agli azionisti e ai terzi per ciò che riguarda lo stabilimento, il trasferimento e la fusione di società. La prima di queste direttive fu emanata dal Consiglio dei Ministri nel marzo 1968 (3), ma finora ha avuto esecuzione soltanto in Francia; la seconda e la terza direttiva non sono state fino ad oggi promulgate dal Consiglio.

Né si sono fatti progressi nel dare pratica esecuzione alle raccomandazioni della Commissione concernenti il trasferimento della sede sociale di una società da un paese all'altro senza mutamenti dello stato giuridico che diano luogo a difficoltà legali e fiscali. Anche l'istituzione di dipendenze e filiazioni in un paese membro urta in complicazioni legali e solleva problemi tributari, poiché la dipendenza o la filiazione è soggetta a leggi nazionali che sono diverse da quelle valide per la società madre nel paese d'origine. Infine, se si prescinde dall'Italia, le legislazioni nazionali non permettono l'assorbimento di imprese interne da parte di società estere.

Questa situazione è l'opposto di quella in cui operano le aziende americane, le quali possono accentrare le loro attività in Europa in una holding avente sede legale, se non fisica, in un paese che concede un favorevole trattamento fiscale. Questa linea di condotta è stata adottata con notevole successo dalla IBM, per esempio, che ha realizzato forme di specializzazione prodotto per prodotto per le sue filiazioni situate in diversi paesi europei.

A causa degli ostacoli legali alle fusioni, le società dei paesi membri desiderose di coordinare le loro operazioni hanno dovuto ricorrere ad accorgimenti legali. Nel noto caso Agfa-Gevaert, la combinazione escogitata ha condotto a una certa razionalizzazione della produzione e divisione dei mercati, ma non a una completa

(3) Prima direttiva del Consiglio del 9 marzo 1968, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'art. 58, secondo comma, del trattato, per proteggere gli interessi dei soci e dei terzi. (68/151/CEE), G.U. delle Comunità Europee, 14 marzo 1968, n. L. 65/8-12.

fusione. Considerazioni analoghe valgono per i rapporti di collaborazione definiti fra le imprese siderurgiche Hoesch (tedesca) e Hoogovens (olandese), mentre la partecipazione minoritaria della Fiat nella Citroen non si è tradotta in quella cooperazione produttiva che era stata in origine progettata. E sebbene il proposto accordo di cooperazione fra produttori di autocarri di dimensione media dovrebbe implicare una certa razionalizzazione dei processi di produzione in singoli impianti, non è certo che debba condurre a una produzione in comune. Infine, numerosi sono i casi in cui ostacoli legali hanno frustrato tentativi di dar vita a iniziative comuni (4).

Fondamentalmente due sono le soluzioni possibili: armonizzare le leggi sulle società dei paesi membri, oppure stabilire una base legale per una « società europea ». La prima soluzione esigerebbe modificazioni delle legislazioni nazionali per offrire alle società dei paesi associati lo stesso trattamento goduto da società nazionali. Sarebbe così permesso, fra l'altro, l'assorbimento di società nazionali da parte di società di altri paesi associati, il trasferimento della sede sociale in un altro paese membro senza modificazioni dello stato giuridico, e la quotazione di azioni di società di paesi associati nelle borse nazionali.

L'altra soluzione — promulgazione di una legge per la disciplina di « società europee » sotto il controllo della Corte Europea —, soluzione contemplata nella proposta presentata dalla Commissione al Consiglio dei Ministri il 30 giugno 1970 (5), renderebbe la costituzione di « società europee » indipendente dalle singole leggi nazionali. Le azioni della « società europea » sarebbero quotate nelle borse nazionali; e la società sarebbe tassata dove è situata la sede sociale, salvo il diritto di ciascun paese membro di tassare i profitti realizzati nel suo ambito e l'applicazione di norme particolari per eliminare doppie tassazioni.

La proposta della Commissione tratta anche di altre questioni, quali la costituzione di organi di direzione e vigilanza, di contratti collettivi e di « partecipazione » (*Mitbestimmung*) sotto forma di

(4) A questo proposito non è cambiato molto da quando Paul Fabra descrisse le peripezie dei pretesi partners dell'industria della maglieria dei paesi membri in *Le Monde*, 29 giugno, 1966.

(5) Proposta di regolamento (CEE) del Consiglio relativo allo statuto della società per azioni europea (presentata dalla Commissione al Consiglio il 30 giugno 1970), G.U. 10 ottobre 1970, n. C 124/1-55.

elezione da parte dei lavoratori di un terzo del consiglio di vigilanza della società europea (6).

Una nuova legislazione sulla « società europea », se eliminerebbe il groviglio delle discipline nazionali, solleverebbe, a sua volta, taluni problemi. Se le norme applicabili alle « società europee » fossero meno severe delle norme nazionali, le « società europee » beneficerebbero di vantaggi ingiustificati rispetto alle società costituite secondo le legislazioni nazionali; nel caso opposto, si ridurrebbe l'incentivo a costituire « società europee ». Divari nelle norme riguardanti la « partecipazione » dei lavoratori porrebbero ulteriori problemi, cui si è rivolta particolare attenzione negli ultimi tempi.

Se si tiene conto inoltre dell'opposizione di taluni dei paesi membri, specie della Francia, a una legislazione europea, potrebbe essere un errore concentrarsi su questa soluzione e trascurare l'armonizzazione delle legislazioni nazionali. Una soluzione intermedia comporterebbe di adottare norme uniformi nelle legislazioni nazionali per la costituzione di « società europee », in una con una revisione delle legislazioni sulle società per azioni nei paesi membri.

Limitazioni fiscali

Un'efficiente allocazione delle risorse esigerebbe che fossero armonizzate le imposte sulle attività economiche nel mercato comune; altrimenti, la scelta del luogo di insediamento dipenderebbe dal trattamento tributario nei singoli paesi membri. Il Trattato di Roma non contiene norme specifiche sull'armonizzazione delle imposte in parola; l'articolo 100 può però essere interpretato come un mandato a procedere all'armonizzazione (7).

Mentre la Commissione considera l'armonizzazione delle imposte sulle società e delle altre imposte dirette come un obiettivo

(6) Per un esame di talune delle questioni pertinenti, cfr. DENNIS THOMPSON, *The Proposal for a European Company*, Londra, Political and Economic Planning, European Series n. 13, 1968.

(7) Art. 100: « Il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione, stabilisce direttive volte al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che abbiano un'incidenza diretta sull'instaurazione o nel funzionamento del mercato comune ».

a lungo termine, un certo movimento c'è stato verso una maggiore uniformità in direzione del cosiddetto sistema classico, implicante la separazione delle imposte sul reddito delle persone giuridiche dalle imposte sul reddito delle persone fisiche. E' questa l'alternativa favorita nel Rapporto Temple, allo scopo di eliminare distorsioni nelle relazioni all'interno della CEE create dal sistema dei crediti di imposta oggi in uso in Belgio e in Francia e dal sistema di imposizione differenziata degli utili distribuiti e non distribuiti in vigore in Germania (8).

Gli sforzi della Commissione si sono concentrati nel tentativo di evitare la doppia tassazione dei dividendi e di eliminare ostacoli di natura fiscale alle fusioni e alla istituzione di filiali nell'ambito della CEE. Per quanto riguarda l'imposizione dei dividendi, eccezione fatta per i rapporti tra Italia e Lussemburgo, esiste una rete di accordi bilaterali sulla doppia tassazione, che peraltro manca di uniformità ed è spesso inefficiente. Per rimediare a questa situazione, la Commissione ha proposto che sia adottata una « ritenuta » generalizzata in tutti i paesi membri; le sue raccomandazioni però non hanno avuto fino ad oggi pratica applicazione.

Tra i principali ostacoli fiscali alle fusioni e alla istituzione di filiali ad opera di società di differenti paesi membri, c'è anche il pagamento di tasse in conto plusvalenze di capitale su profitti non realizzati al tempo della fusione, e la doppia tassazione dei profitti di filiali trasferiti alla società madre. La Commissione ha preparato uno schema di direttiva che propone il rinvio della tassazione dei guadagni in conto capitale al momento in cui questi sono realizzati. Un secondo schema di direttiva propone l'eliminazione di doppie tassazioni dei profitti di filiali mediante l'applicazione di norme uniformi nell'ambito del mercato comune. Né l'una né l'altra direttiva è stata finora promulgata dal Consiglio dei Ministri (9).

(8) A.J. VAN DEN TEMPLE, « Imposta sulle società e imposta sul reddito nella Comunità Europea », Commissione delle comunità europee, Bruxelles, Studi. Serie Concorrenza, n. 15, 1970.

(9) Proposta di direttiva del Consiglio riguardante il regime fiscale comune da applicarsi alle fusioni, alle scissioni ed ai conferimenti d'attivo che hanno luogo fra società di Stati membri diversi (presentata dalla Commissione al Consiglio il 16 gennaio 1969). Proposta di direttiva del Consiglio concernente il regime fiscale comune applicabile alle società madri e filiali di Stati membri diversi (presentata dalla Commissione al Consiglio il 16 gennaio 1969. G.U. 22 marzo 1969, n. C 39/1-10).

Mercati finanziari

Secondo l'articolo 67 del Trattato, « gli Stati membri sopprimono gradatamente fra loro, durante il periodo transitorio e nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri, e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti, o sul luogo del collocamento dei capitali ». Le direttive emanate dal Consiglio dei Ministri nel 1960 e nel 1962, per l'applicazione del suddetto articolo, richiedevano che fossero allentate le restrizioni valutarie su certe classi di movimenti di capitali. A sua volta il Rapporto Segré (10) raccomandava che la liberalizzazione delle operazioni in cambi nell'ambito della CEE fosse completata, modificando le norme fiscali sui pagamenti di interessi per assicurare una « neutralità fiscale » per i movimenti di capitali, e assicurando un egual trattamento alle obbligazioni emesse nei paesi membri su tutto il territorio del mercato comune.

Per quanto riguarda la tassazione dei pagamenti di interessi, la Commissione propose dapprima di abolire i sistemi di ritenuta alla fonte; ma in seguito ha mutato avviso in favore di una ritenuta generalizzata come nel caso dei dividendi. A quanto si dice, si proporrebbe ai paesi membri una ritenuta oscillante tra il 20 e il 25 per cento (11). Se una siffatta raccomandazione venisse adottata, gli attuali vantaggi del Lussemburgo come « rifugio fiscale » sarebbero ridotti.

Ma il Lussemburgo gode di ulteriori vantaggi grazie all'assenza di restrizioni sui movimenti di capitali. Restrizioni del genere sono state invece ripetutamente applicate durante crisi valutarie in Francia e in Italia; controlli sono stati anche imposti saltuariamente in Germania, che pure, in linea di principio, è favorevole alla libertà dei movimenti di capitali.

Prescindendo dalla possibilità di doppie tassazioni degli interessi e dividendi e dall'esistenza o rischio di controlli valutari, la mancanza di trattamenti uguali per le obbligazioni emesse nei paesi membri ostacola il movimento dei capitali nell'ambito del

(10) Comunità Economica Europea, Commissione, *La formazione di un mercato europeo dei capitali*, Rapporto di un gruppo di esperti istituito dalla Commissione della CEE, Bruxelles, novembre 1966 (Rapporto Segré).

(11) *The Economist*, 19 maggio 1973, pag. 62.

mercato comune. In primo luogo, esigendo l'ammissione di obbligazioni alla quotazione nelle borse dei paesi membri procedure difficili e costose, sono ancora relativamente pochi i casi di quotazioni multiple. In secondo luogo, i paesi membri applicano procedure formali o non formali intese a limitare l'emissione di obbligazioni da parte di enti diversi da persone giuridiche nazionali. Infine, le discipline in vigore praticamente escludono gli acquisti di obbligazioni emesse in altri paesi membri da parte di investitori istituzionali, quali banche, compagnie di assicurazione e fondi pensioni.

Tutto considerato, ben poco si è fatto finora per dare applicazione alle proposte contenute nel Rapporto Segré. Eppure, l'eliminazione di restrizioni dei movimenti di capitali, la neutralità fiscale e il trattamento uniforme delle obbligazioni emesse nei singoli paesi membri sarebbero necessari per realizzare un mercato finanziario unificato nella CEE. Ciò accrescerebbe le scelte a disposizione dei mutuatari e ridurrebbe i rischi connessi con operazioni su ristretti mercati finanziari nazionali. Sarebbero quindi ridotti gli ostacoli esistenti all'interpenetrazione di società nell'ambito del mercato comune.

« Standards » tecnici

La piena utilizzazione delle possibilità offerte dal vasto mercato della CEE è anche ostacolata dalle differenze nazionali in fatto di « standards » tecnici, differenze che tendono a frazionare il mercato per particolari merci (12). Queste differenze impongono costi aggiuntivi per raccogliere informazioni sulle norme tecniche dei paesi membri e per adattare ad esse il tipo di produzione; vanno quindi perduti taluni dei benefici derivanti da operazioni di larga scala.

L'articolo 100 del Trattato, già citato, fornisce la base legale per armonizzare le legislazioni nazionali sugli « standards » tecnici. Esso è compatibile con approcci diversi al problema dell'armoniz-

(12) Secondo il memorandum della Commissione sulla politica industriale, « per il groviglio quasi inestricabile di ostacoli tecnici originato da disposizioni di legge sulla sicurezza e la sanità, da norme industriali o da capitoli della pubblica amministrazione, un prodotto che da le massime garanzie in un paese membro viene considerato inaccettabile in un altro e viceversa. E il produttore che vuole vendere un prodotto nel mercato unico deve spesso fabbricare sei prodotti diversi ». *Op. cit.*, pag. 105.

zazione: adozione di norme identiche in tutta la CEE, o accettazione dei prodotti conformi alle norme tecniche in vigore in un altro paese membro. Il primo approccio era stato adottato nel programma generale della CEE sull'eliminazione degli ostacoli tecnici al commercio (13); il secondo approccio era favorito dall'EFTA.

Il programma del mercato comune sugli « standards » tecnici richiedeva — da parte del Consiglio — l'adozione entro gennaio 1971 di più di 150 direttive riguardanti norme di applicazione generale nell'ambito della CEE; conteneva inoltre raccomandazioni intese a impedire l'introduzione di nuove norme nazionali. In realtà, soltanto otto direttive erano state adottate entro il gennaio 1971; il numero delle direttive è cresciuto a venti lungo il 1971; ma un ulteriore rallentamento si è verificato in seguito. Nello stesso tempo, un certo numero di nuove norme tecniche è stato introdotto da singoli paesi membri, aggravando così le fatiche del compito di armonizzazione.

Questa situazione rispecchia la complessità del problema e le difficoltà che presentano accordi sulle norme tecniche da adottare in tutti i paesi membri.

L'EFTA, a sua volta, ha adottato un approccio implicante l'accettazione, in qualsiasi paese associato, di manufatti che rispettino gli « standards » di quel paese. I paesi EFTA hanno raggiunto accordi di questo tipo, ad esempio, per i prodotti farmaceutici e le attrezzature navali.

La Commissione della CEE ha di recente proposto uno schema che combina i due approcci d'armonizzazione. Nel caso dei prodotti farmaceutici verrebbero accettati i prodotti dei paesi membri. Per altri settori, l'adozione di norme tecniche comuni sarebbe integrata, in casi particolari, dall'accettazione degli « standards » nazionali degli altri paesi membri dove i prodotti sono fabbricati.

In base al secondo memorandum della Commissione sul programma di politica industriale e tecnologica, gli ostacoli al commercio inter-comunitario dovuti a differenze nelle norme tecniche dovrebbero essere aboliti entro il 1978 (14).

(13) Consiglio delle Comunità Europee, Programma generale, del 28 maggio 1969, per l'eliminazione degli ostacoli di ordine tecnico agli scambi derivanti da disparità tra le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri. *G.U.*, 17 giugno 1969, n. C 76/1-10.

(14) Commissione delle Comunità Europee, Memorandum della Commissione sul programma di politica industriale e tecnologica, SEC (73) 1090 finale, Bruxelles, 3 maggio 1973, pagg. 1-3.

Acquisti degli organismi pubblici

L'articolo 7 del Trattato di Roma prescrive che sia « vietata ogni discriminazione effettuata in base alla nazionalità », e l'articolo 90 precisa che « gli Stati membri non emanano né mantengono, nei confronti delle imprese pubbliche e delle imprese cui riconoscono diritti speciali o esclusivi, alcuna misura contraria alle norme del Trattato ... ». Nonostante queste norme, gli organismi pubblici, incluse le amministrazioni centrali e locali e le imprese pubbliche, continuano a discriminare a danno dei fornitori di altri paesi della CEE. In tal modo, mentre nel campo delle industrie private il 15-35 per cento delle vendite provengono da scambi inter-comunitari, la percentuale raramente supera il 5 per cento negli acquisti pubblici. In pari tempo, la quota degli acquisti pubblici nel totale delle vendite di prodotti industriali nel mercato comune è venuta crescendo fino a raggiungere il 17 per cento nel 1972 (15).

Il 26 luglio 1971 il Consiglio dei Ministri aveva adottato parecchie direttive in materia di liberalizzazione degli appalti di opere pubbliche nei paesi membri (16). Non ha però finora disposto sulle raccomandazioni della Commissione perché siano fissate norme regolanti l'attribuzione di forniture pubbliche (17). Un'ulteriore azione in questo senso è nei programmi; ma per il momento l'accento è posto sulla raccolta di informazioni in materia di contratti di fornitura pubblica nei paesi membri.

L'abolizione di criteri discriminatori, che oggi favoriscono i produttori nazionali, ha particolare importanza per le industrie a tecnologia avanzata, quali l'industria aeronautica, l'industria spaziale, l'elettronica e la produzione di calcolatori. Le discriminazioni oggi in uso hanno infatti portato alla costituzione di imprese nazionali orientate verso i mercati interni, con conseguente rinuncia ai vantaggi delle economie di scala che sono di particolare rilevanza nei settori in questione. Corrispondentemente, le discriminazioni nell'assegnazione di contratti pubblici hanno spesso condotto a produ-

(15) *Ibid.*, pag. 4.

(16) Direttiva del Consiglio del 26 luglio 1971, che coordina le procedure di aggiudicazione degli appalti di lavori pubblici, *G.U.* 16 agosto 1971, n. L 5-14.

(17) *Prima comunicazione della Commissione al Consiglio* sulle condizioni di accesso agli appalti di imprese pubbliche e di imprese esercitanti un servizio d'interesse economico generale per quanto concerne le forniture, SEC (72) 2601, Bruxelles, 24 luglio 1972.

zioni ad alto costo e hanno ritardato lo sviluppo di industrie tecnicamente avanzate nell'ambito della CEE (18).

A questa situazione non hanno posto riparo accordi di cooperazione in campi particolari. Nel settore delle costruzioni aeronautiche, la cooperazione non ha progredito al di là dei rapporti bilaterali; e i vari progetti bilaterali non hanno avuto molto successo, in parte a causa della limitata dimensione dei mercati che avrebbero dovuto servire, e in parte a causa di difficoltà incontrate nei negoziati. A sua volta, l'insuccesso dell'ELDO (*European Space Vehicle Launcher Development Organization*) è stato spiegato con la mancanza di un'adatta organizzazione di coordinamento, mentre le prospettive per l'ESRO (*European Satellite Research Organization*) sono aduggiate dai contrasti tra taluni dei maggiori e minori paesi membri. La rivalità, infine, tra programmi nazionali e programmi della CEE ha compromesso l'efficienza dell'Eu-atom (19).

Verso una politica tecnologica comune

Come indicano parecchi degli esempi del suddetto tipo, le difficoltà che incontrano le imprese europee nei settori a tecnologia avanzata includono le discriminazioni contro i produttori di altri paesi membri nelle pubbliche commesse e l'impostazione di politiche di ricerca e sviluppo in un contesto nazionale. In pari tempo,

(18) Secondo il memorandum della Commissione sulla politica industriale, « non è dunque affatto esagerato affermare che non esiste un vero mercato comune — né libera circolazione interna, né protezione nei confronti dei paesi terzi — per i beni di tecnologia avanzata. Questa constatazione è tanto più grave in quanto le industrie di tecnologia avanzata sono per l'appunto quelle il cui sviluppo è se non inconcepibile, per lo meno molto difficile senza il sostegno di un vasto mercato interno privo di ostacoli e ragionevolmente protetto, soprattutto durante la prima fase del loro sviluppo. Di fatto, le industrie di tecnologia avanzata sono soggette in Europa ad una discriminazione permanente rispetto alle industrie tradizionali, in quanto queste ultime hanno pienamente beneficiato della liberalizzazione degli scambi internazionali e della realizzazione del mercato comune. L'appoggio dato alle industrie di punta, nell'ambito nazionale, non ha compensato gli effetti di questo frazionamento, che esso ha del resto contribuito a creare... Se questo processo non sarà arrestato, l'Europa occidentale realizzerà, senza esserne cosciente o per lo meno senza averlo voluto, una specializzazione nelle produzioni tradizionali che comprometterebbe a lungo termine le sue possibilità di espansione e la sua indipendenza tecnologica ». (*Op. cit.*, pagg. 288-289).

(19) Relazione sulla politica nucleare delle comunità europee, Com (68) 800, 9 ottobre 1968. Suppl. al *Bollettino delle Comunità Europee*, 1968 (9-10), pag. 5.

gli accordi di cooperazione in particolari settori sono stati ostacolati dalla mancanza di un *quid pro quo* in altri settori.

Per rimediare a questi inconvenienti, sarebbe necessaria una politica tecnologica a livello comunitario, che affrontasse i problemi della ricerca, dello sviluppo dei prodotti, delle commesse e coprisse tutti i settori pertinenti (20). Un'azione in questo senso sarebbe desiderabile non soltanto per l'interdipendenza delle suddette attività, ma anche per assicurare un'equa distribuzione di costi e benefici tra i paesi membri (21).

L'adozione di una politica tecnologica comune implicherebbe un accordo sugli obiettivi che tale politica dovrebbe perseguire e sulle linee d'azione per raggiungerli. In pari tempo, le iniziative delle istituzioni comunitarie e dei governi nazionali dovrebbero essere coordinate per evitare sperperi e duplicazioni, per collegare la ricerca e lo sviluppo dei prodotti, e per assicurare l'armonizzazione di interessi nazionali (22).

Nel campo della ricerca, sarebbe desiderabile che la Comunità finanziasse la ricerca base e quella applicata in aree chiave, la creazione di istituti di ricerca di raggio europeo, e la coordinazione del lavoro svolto nelle istituzioni nazionali. A sua volta, l'abolizione di criteri discriminatori nell'assegnazione di commesse da parte dei governi nazionali e di istituzioni comunitarie (23) gioverebbe allo sviluppo dei prodotti. Infine, a parte l'abolizione di discriminazioni in fatto di commesse pubbliche, l'istituzione di organismi di acquisto a livello europeo contribuirebbe ad assicurare eguaglianza di trattamento alle imprese di paesi diversi (24).

Queste raccomandazioni mirano a razionalizzare gli interventi pubblici nelle industrie a tecnologia avanzata. La loro importanza

(20) In proposito, cfr. CHRISTOPHER LAYTON, *European Advanced Technology — A Programme for Integration*. Allen & Unwin, 1968, Cap. 14.

(21) La Commissione ha preso nota della duplice esigenza nel suo memorandum sottoposto al Consiglio nel giugno del 1970. Nota della Commissione al Consiglio sul seguito da dare al paragrafo 9 del comunicato de L'Aja relativo allo sviluppo tecnologico della comunità. Commissione delle Comunità Europee, SEC (70) 2083 finale, Strasburgo, 17 giugno 1970.

(22) Cfr.: Obiettivi e mezzi per una politica comune della ricerca scientifica e dello sviluppo tecnologico (Comunicazione della Commissione al Consiglio del 14 giugno 1972). Suppl. al *Boll. delle Comunità Europee*, 1972 (6).

(23) Cfr.: Proposta di regolamento del Consiglio relativo alla messa in opera di contratti comunitari, Bruxelles, Commissione delle Comunità Europee, 18 luglio 1972.

(24) Su una proposta di un organismo europeo per gli armamenti, cfr. RENÉ FOCH, *Europe and Technology: A Political View*. Parigi, The Atlantic Institute, 1970, pagg. 47-48.

è posta in risalto se si considera la parte avuta dall'amministrazione federale degli Stati Uniti nei primi stadi di sviluppo delle industrie in parola. Le industrie a tecnologia avanzata dipendono in Europa in misura ancor più pronunciata dal finanziamento pubblico delle spese di ricerca e sviluppo e da acquisti pubblici dei loro prodotti. Così, circa due terzi della produzione aeronautica europea è per impieghi militari; la ricerca sostenuta dai pubblici poteri ha una parte centrale nelle applicazioni dell'energia atomica; le amministrazioni pubbliche assicurano sbocchi e sussidi alle industrie dei calcolatori; e i progetti spaziali hanno finora poche applicazioni commerciali.

Ciononostante, per assicurare che la produzione delle industrie a tecnologia avanzata avvenga a costi ragionevoli è necessario fare crescente affidamento sull'iniziativa privata. Ciò, a sua volta, richiede forme di concentrazione che superino le frontiere nazionali, poiché altrimenti si rinunciarebbe a economie di scala nella produzione e nella ricerca. L'eliminazione degli ostacoli alle fusioni e in taluni casi un'azione positiva da parte dei vari governi contribuirebbero al raggiungimento di questi obiettivi.

Concentrazione e concorrenza

L'abolizione degli ostacoli fin qui enumerati — limitazioni legali, fiscali e finanziarie, divari nelle norme tecniche, discriminazioni per le forniture pubbliche — realizzerebbero posizioni di neutralità per ciò che riguarda le operazioni all'interno dei singoli paesi e negli altri paesi membri. In alcuni settori a tecnologia avanzata sarebbe anche necessaria, si è visto, una azione diretta per incoraggiare processi di concentrazione.

Ambedue gli orientamenti — realizzazione di condizioni di neutralità in vari campi e azioni per così dire d'intervento propulsivo — contribuirebbero ad accelerare processi di concentrazione nel mercato comune. Sorge a questo punto la questione se le modificazioni che queste linee d'azione apporterebbero alla struttura industriale contrasterebbero con le norme del Trattato di Roma sulla concorrenza. L'articolo 85 del Trattato proibisce « tutti gli accordi tra imprese, tutte le decisioni di associazioni di imprese e tutte le pratiche concordate che possano pregiudicare il commercio tra gli Stati membri e che abbiano per oggetto o per effetto di impedire,

restringere o falsare il gioco della concorrenza all'interno del mercato comune ». A sua volta, l'articolo 86 proibisce « lo sfruttamento in modo abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato comune o su una parte sostanziale di questo... ».

Sebbene l'articolo 85 vieti una gran varietà di accordi, nel par. 3 consente eccezioni per casi in cui gli accordi « contribuiscano a migliorare la produzione o la distribuzione dei prodotti o a promuovere il progresso tecnico o economico... », a condizione che siano adempiute determinate condizioni. Queste condizioni sono molto restrittive; esse esigono che agli utilizzatori (dei prodotti) tocchi un'equa parte del profitto risultante dai miglioramenti, che l'accordo non sia più restrittivo del necessario, e che non conduca all'eliminazione della concorrenza per una parte notevole dei prodotti in questione.

Le condizioni restrittive poste per la validità di accordi a norma del par. 3 dell'articolo 85 hanno dato luogo al timore che si rinunci ad accordi che sarebbero vantaggiosi dal punto di vista economico. La Commissione della CEE ha cercato di dissipare questi timori avvertendo di essere favorevolmente disposta nei riguardi di accordi di razionalizzazione tra piccole e medie imprese (25); dichiarando che accordi tra imprese che coprono meno del 5 per cento del mercato o che hanno un fatturato complessivo non superiore a 15 milioni di dollari non ricadono sotto l'articolo 85 (26); e raccomandando esenzioni in blocco per certi tipi di accordi fra piccole e medie imprese (27). Le raccomandazioni di quest'ultimo tipo sono state accolte dal Consiglio dei Ministri, che ha autorizzato la Commissione a fissare le condizioni alle quali le esenzioni in questione troverebbero applicazione (28). Le esenzioni finora accordate riguar-

(25) Comunicazione relativa ad accordi, decisioni e pratiche concordate concernenti la cooperazione tra imprese, G.U. 25 luglio 1968, n. C 75/3-6.

(26) Comunicazione della Commissione del 27 maggio 1970, in merito ad accordi di minore importanza non contemplati dalle disposizioni dell'art. 85 par. 1 del Trattato che istituisce la Comunità economica europea, G.U. 2 giugno 1970, n. C 64/1-2.

(27) Per un particolareggiato esame, cfr. il *Primo rapporto sulla politica di concorrenza* della Commissione, Bruxelles, aprile 1972, pagg. 39-53, nonché il *Secondo rapporto sulla politica di concorrenza*, Bruxelles, aprile 1973, pagg. 19-21.

(28) Regolamento (CEE) n. 2821/71 del Consiglio, del 20 dicembre 1971, relativo all'applicazione dell'art. 85, par. 3, del trattato a categorie di accordi, di decisioni e di pratiche concordate, G.U. 29 dicembre 1971, n. L 285/46-48.

dano accordi di esclusiva e la specializzazione per tipi di prodotti; sono in preparazione esenzioni per accordi nel campo della ricerca e dei brevetti.

Questi provvedimenti alleggeriscono il peso imposto alle imprese dall'articolo 85; ma i loro effetti nei settori industriali del mercato comune sono limitati dal fatto che si applicano soltanto alle piccole e medie imprese. E' vero che singole esenzioni sono state concesse a certe grandi imprese, ma le condizioni imposte in questi casi sono notevolmente più restrittive.

A sua volta, la Commissione ha interpretato l'articolo 86 nel senso che l'acquisizione di una impresa da parte di un'altra impresa avente una posizione dominante nello stesso settore industriale costituisce un abuso di posizione dominante (29). Questa interpretazione è stata accettata dalla Corte di giustizia delle Comunità, sebbene la Corte abbia respinto l'imputazione presentata dalla Commissione nei confronti dell'acquisto di altre imprese di imballaggio da parte della Continental Can. Secondo la sentenza della Corte, la Commissione non è riuscita a provare che il mercato dell'Europa settentrionale delle scatolette per carne e dei coperchi di metallo e vite costituisca un mercato separato piuttosto che una parte del generale mercato degli imballaggi di metallo (30).

La sentenza della Corte mette a fuoco la questione di ciò che è considerata indebita limitazione della concorrenza, sia mediante fusioni o istituzioni di affiliate, sia mediante accordi tra imprese del mercato comune. La Commissione ha definito la posizione dominante in termini « della parte del mercato combinata con la disponibilità di conoscenze tecniche, di materie prime o di capitale » (31). Come si è notato, le considerazioni riguardanti la quota di mercato sono un importante elemento per decidere in fatto di esenzioni dal divieto di accordi fra imprese.

A fronte di modificazioni delle quote di mercato e di riduzioni della concorrenza in generale, bisogna soppesare i benefici economici di iniziative di concentrazione. Tali benefici prendono

(29) « Il problema della Concentrazione nel mercato comune », n. 7, in *Concorrenza: Ravvicinamento delle legislazioni*, Bruxelles, 1966, pag. 26. Le norme proposte dalla Commissione sulle fusioni, ora in preparazione, riguarderebbero anche le fusioni di imprese che individualmente non hanno una posizione dominante, ma che, fondendosi, darebbero luogo a una unità da considerare in posizione dominante.

(30) Common Market Law Reports, vol. VII, aprile 1973, 68.

(31) *Primo rapporto sulla politica di concorrenza*, pag. 79.

la forma di economie di scala nella produzione (che possono essere acquisite mediante la costruzione di maggiori impianti, pronunciate specializzazioni produttive, più lunghi periodi di lavorazione) e di economie di scala nelle attività di ricerca e distribuzione. Naturalmente l'entità delle economie di scala varia da settore a settore industriale: è particolarmente importante nelle industrie a tecnologia avanzata, ma limitata in altri settori (per esempio, nell'industria calzaturiera). Calcoli di costi-benefici sugli effetti della concentrazione possono quindi portare a conclusioni del tutto differenti da un settore industriale all'altro.

Conclusioni

Le osservazioni suesposte pongono in rilievo la necessità di sviluppare una politica di mercato comune nel campo della concentrazione e della concorrenza. Tale politica dovrebbe comprendere iniziative intese a realizzare condizioni di neutralità per quanto riguarda le attività industriali entro l'ambito del mercato comune, una politica tecnologica, e l'applicazione di norme di concorrenza basate su un'analisi dei benefici e dei costi derivanti da riduzioni della concorrenza.

Nel formulare tale politica, si dovrebbe fare attenzione alle implicazioni dell'ampliamento dell'area del mercato comune recato dall'adesione del Regno Unito, della Danimarca e dell'Irlanda, alle riduzioni doganali sui prodotti industriali derivanti dal Kennedy Round, e alle eventuali riduzioni di ostacoli commerciali che potrebbero essere decise nei negoziati con gli Stati Uniti e con il Giappone. In particolare, l'ampliamento del mercato comune e la riduzione dei dazi doganali attenuano i pericoli derivanti da processi di concentrazione, mentre una maggiore libertà di scambi per i prodotti industriali aumenta l'esigenza di fusioni al fine di migliorare la competitività delle industrie europee, specie di quelle a tecnologia avanzata.

In considerazione dell'accresciuto ambito della concorrenza e dei benefici della concentrazione, appare evidente la necessità di adottare un orientamento in linea generale favorevole a processi di concentrazione entro il mercato comune. Ciò implicherebbe un'in-

terpretazione liberale del par. 3 dell'articolo 85 del Trattato di Roma sulle esenzioni dal divieto di accordi fra imprese della CEE, una formulazione in termini ampi di norme sulle esenzioni « per blocchi » dalle limitazioni dell'articolo 85, e l'opportunità di evitare un atteggiamento restrittivo in materia di fusioni. L'emanazione di direttive in questo campo ridurrebbe anche l'incertezza per ciò che riguarda i futuri indirizzi della Commissione di Bruxelles (32).

BELA BALASSA

(32) Mentre lo schema di regolamento della Commissione sul controllo delle fusioni mira a ridurre questa incertezza, la sua generica formulazione consentirebbe una notevole ampiezza all'azione della Commissione (*The Economist*, 4 agosto 1973, pagg. 51-53).

La «zona grigia» nel credito all'esportazione: un esame comparato

Per anni gli esportatori statunitensi di beni capitali e di grandi impianti hanno lamentato che i concorrenti dell'Europa occidentale e del Giappone potessero disporre di crediti a lungo termine e a bassi tassi d'interesse particolarmente per le esportazioni verso i paesi in via di sviluppo. Simili condizioni di credito non sarebbero state disponibili negli Stati Uniti, con danno delle loro esportazioni. Il credito a lungo termine e a basso costo cui si fa riferimento avrebbe generalmente una durata compresa tra dieci e venti anni e un tasso di interesse compreso tra il 3 e il 6 per cento: è questa la «zona» del credito all'esportazione definita come «grigia». Ma è vero che gli esportatori statunitensi mancassero di questo tipo di credito all'esportazione? La mia ricerca tende ad accertare la realtà della situazione (quale esisteva nell'autunno 1972).

Definizione di «zona grigia» del credito all'esportazione

Si parla di «zona grigia» per le operazioni di credito comprese tra ciò che è normalmente considerato un aiuto all'estero (venti anni o più di durata e 3 per cento o meno di tasso di interesse) e ciò che si considera generalmente come credito commerciale all'esportazione (dieci anni o meno di durata e 6 per cento o più di tasso di interesse). I membri dell'Unione di Berna sono d'accordo nel non assicurare i crediti all'esportazione aventi una durata superiore a dieci anni; e senza tale assicurazione è molto difficile ottenere un credito «commerciale». Anche se, purtroppo, crescono le eccezioni, questa regola di Berna pone un limite alle fonti ordinarie del credito all'esportazione.

Dato il prevalente livello dei tassi di interesse, le fonti del credito commerciale non potrebbero, d'altra parte, fornire finanzia-

menti all'esportazione a un tasso al di sotto del 6 per cento (1). La scelta del 6 per cento come limite superiore della «zona grigia» è anche connessa con il tasso di interesse praticato dalla statunitense Eximbank.

L'esistenza di una «zona grigia» dipende quindi, in ogni paese, da misure e interventi governativi, cioè dalle cosiddette «agevolazioni» pubbliche le quali possono assumere varie forme:

1) Si può trattare di prestiti di «aiuto», ma forniti a un tasso di interesse più alto del normale e a scadenze meno lunghe di quelle suggerite dal DAC (*Development Assistance Committee*), il quale ha raccomandato durate di almeno venti anni.

2) Il governo può concedere sussidi ai crediti all'esportazione di natura commerciale in modo da ridurre il tasso di interesse al di sotto del 6 per cento, sia mediante pagamenti diretti agli istituti di credito sia mediante il risconto di effetti.

3) Un ente pubblico può essere incaricato di fornire crediti all'esportazione con fondi che almeno in parte provengono dal bilancio dello Stato, in modo che sia possibile praticare tassi di interesse inferiori al 6 per cento.

4) Con decisione dei pubblici poteri, per il finanziamento di un dato progetto, prestiti di «aiuto» all'estero a lungo termine e a basso tasso di interesse possono accompagnarsi con ordinari crediti commerciali all'esportazione, in modo che il finanziamento complessivo sia caratterizzato da un costo e da una durata tali da rientrare nella «zona grigia».

Altri elementi del costo del credito

Evidentemente, la scadenza e il tasso d'interesse non sono gli unici fattori importanti nel determinare la convenienza dell'uno piuttosto che dell'altro insieme di condizioni di un finanziamento. Un confronto completo implicherebbe anche l'accertamento dei seguenti elementi:

1) L'esportatore provvede anche al finanziamento delle spese *in loco* richieste dal progetto? Quanto costa questo finanziamento?

(1) Salvo diversa indicazione, i tassi di interesse indicati in questo articolo sono quelli prevalenti nell'autunno 1972.

Può essere impiegato per pagare la quota in contanti e altre spese all'estero?

- 2) Qual'è l'entità del pagamento in contanti richiesto?
- 3) Quale periodo di grazia è concesso prima che maturi la prima rata di rimborso?
- 4) L'esportatore deve coprire una parte del finanziamento con proprie risorse? (Normalmente ciò si rifletterà sul prezzo.)
- 5) Quale è la quota del credito per il finanziamento del progetto totale che può essere assicurata? (Dall'entità della quota dipenderà se, ad esempio, le spese locali possono essere finanziate nel paese dell'esportatore.)

Il calcolo del costo effettivo di un finanziamento, scontato al valore attuale, è un problema complicato. Inoltre, la scelta tra un « pacchetto » e l'altro di condizioni finanziarie è piuttosto soggettiva, dipendendo dalle risorse e dalle esigenze del compratore. D'altra parte, confronti in termini generali sono senza significato; il confronto e l'esame devono avvenire tra « pacchetti » specifici. Ciò esigerebbe un'indagine su casi singoli e dovrebbe essere l'argomento di un altro studio. L'esame che qui presento considera soltanto le scadenze e i tassi di interesse, quali elementi che delimitano le « zona grigia » in questione.

La « zona grigia » nel finanziamento all'esportazione in Germania

In Germania tutti i finanziamenti all'esportazione a lungo termine provengono essenzialmente dal *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW). Un altro istituto, la *Ausfuhrkredit Aktiengesellschaft* (AKA), concede finanziamenti per periodi fino a otto anni. Se la durata del credito supera gli otto anni, l'AKA può coprire la parte che non supera gli otto anni; il KfW usa finanziare la parte oltre gli otto anni. Gli esportatori tedeschi ricorrono inoltre spesso al mercato dell'eurodollaro come fonte di finanziamento per i pagamenti in contanti e per le spese locali dei progetti; ma è difficile negoziare un prestito in eurodollari per una durata che superi i sette o otto anni.

Il KfW è un istituto pubblico che ottiene le risorse finanziarie direttamente dal bilancio dello Stato. Può concedere prestiti alle

condizioni che ritiene opportune. Esso amministra anche il programma di aiuti all'estero della Germania.

L'AKA, invece, è un organismo finanziario costituito da circa cinquanta banche commerciali e da altri istituti finanziari privati; per i fondi a sua disposizione c'è un massimale (variabile). Parte dei crediti all'esportazione dell'AKA può essere riscontata presso la Bundesbank all'1,5 per cento al di sopra del tasso ufficiale di sconto.

Quanto ai costi, i prestiti in eurodollari di solito potevano essere ottenuti a tassi inferiori al 6 per cento. Ma il credito dell'AKA costa dal 9,3 al 9,8 per cento circa. Il KfW ha una certa flessibilità di scadenze e tassi d'interesse che gli permetterebbe di combinare i propri con altri finanziamenti per ridurre, per i crediti privati all'esportazione garantiti, il tasso al di sotto del 6 per cento e portare la durata oltre dieci anni. Peraltro, di fatto la Germania si è attenuta piuttosto rigorosamente agli accordi dell'Unione di Berna riguardanti la durata; e il KfW di rado abbassa il tasso d'interesse « complessivo » al di sotto del 6 per cento.

Nel 1970 in Germania soltanto due casi di crediti privati assicurati rientravano nella « zona grigia ». Entrambi interessavano la vendita di navi all'India. Avevano scadenze rispettivamente di dodici anni e tre mesi e undici anni e nove mesi; e per entrambi il tasso d'interesse era del 5,5 per cento. Nel 1971 non ci sono stati casi del genere. Molti crediti all'esportazione privati assicurati avevano una durata da dieci a dodici anni, ma tassi d'interesse superiori al 6 per cento, per lo più tra il 6 e il 7,5 per cento, ma talvolta spinti fino al 9 e 10 per cento — a seconda della quota finanziata dal KfW e dei tassi di interesse da esso praticati.

Come si è detto, il KfW gestisce anche il programma degli aiuti all'estero. Tutti i prestiti derivanti dai cosiddetti OOF (*Other Official Flows*) e dall'ODA (*Official Development Assistance*) (2) sono negoziati e amministrati dal KfW.

Nel 1970 i prestiti OOF e ODA del KfW erano molto ete-

(2) Nel 1970 l'OCSE ha mutato la classificazione delle operazioni rientranti nell'ambito dell'« aiuto allo sviluppo », distinguendo l'« aiuto allo sviluppo » fortemente sussidiato dalle « altre prestazioni » di tipo commerciale; applicando questa distinzione alle operazioni rifinanziate con fondi pubblici, si hanno i due raggruppamenti dell'« assistenza pubblica allo sviluppo » (*Official Development Assistance* - ODA) e degli « altri flussi pubblici » (*Other Official Flows* - OOF).

rogenei; alcuni « legati » (cioè vincolati all'acquisto in Germania delle forniture finanziate) altri no; alcuni a basso tasso d'interesse (fino all'1 per cento) altri a tasso elevato (fino al 9 per cento). Soltanto una mezza dozzina rientravano nella « zona grigia », per lo più per finanziare l'esportazione di navi; un credito a quindici anni e sei mesi al 5 per cento al Madagascar riguardava un impianto tessile, e uno a sedici anni e nove mesi al 5,5 per cento alla Colombia un impianto per l'energia termica.

Nel 1971 soltanto il 18 per cento (del valore in dollari) dei prestiti ODA e OOF del KfW era « legato ». Le scadenze variavano da nove a quaranta anni, ma la maggior parte era tra venticinque e trenta anni. I tassi d'interesse erano compresi tra 0,4 e 6 per cento (un solo prestito al 6 per cento); tasso prevalente, 2,5 per cento. Solo due prestiti (concessi per il rinnovo di crediti precedenti) rientravano nella « zona grigia ».

Gli esportatori tedeschi si ritengono svantaggiati per ciò che concerne sia il costo dell'assicurazione sia il sostegno pubblico al credito all'esportazione, rispetto a tutti i maggiori paesi concorrenti. E continuano a lamentarsi. Sanno che le istituzioni e gli organi esistenti potrebbero fare molto di più. Ma sanno anche che il governo non farà di più, specie per abbassare i tassi d'interesse praticati, fino a quando la bilancia commerciale e la bilancia dei pagamenti rimarranno in surplus.

Mi è stato difficile trovare il caso di un credito « misto ». I responsabili del KfW affermano che sono pronti a farne uso se, quando i concorrenti sono francesi, questi vi ricorrono. Ho sentito che ciò è avvenuto in più di un'occasione, ma non ho potuto ottenere dati precisi. L'unico caso di credito « misto » da me accertato non è il frutto di un consapevole disegno del KfW. Un paese africano ottenne dal KfW un prestito (venti anni, al 3 per cento) di 100 milioni di marchi tedeschi per installare un impianto telefonico. La Siemens si aggiudicò il contratto. Studi ulteriori indicarono che il costo sarebbe stato di 150 milioni di marchi. Il KfW si rifiutò di aumentare l'importo del credito, e la Siemens dovette coprire la differenza con un credito commerciale; donde un credito « misto », rientrante nella « zona grigia ». Altri casi di questo tipo sono possibili; ma i tedeschi sostengono che, se ricorrono, sono dovuti a circostanze fortuite, piuttosto che ad iniziative programmate del KfW.

La « zona grigia » nel Regno Unito

Nel Regno Unito, il credito privato all'esportazione può essere assicurato dall'*Export Credit Guarantee Department* (ECGD). Le banche commerciali, che forniscono il credito, possono riscontare gli effetti a media e lunga scadenza presso la Banca d'Inghilterra. Il tasso di rifinanziamento è stabilito discrezionalmente dalla Banca. Nel 1970 e all'inizio del 1971 era del 5,5 per cento. Con questo tasso, notevole fu il numero di crediti all'esportazione a lunga scadenza, con durate superiori a dieci anni; nel 1970, ventidue contratti di esportazione, per un totale di 452,3 milioni di dollari, rientrarono nella « zona grigia », per la maggior parte con scadenze tra dieci e tredici anni (uno, per una turbina ad acqua per una diga, venduta all'Argentina per 45,9 milioni di dollari, aveva una scadenza di diciannove anni). Nel 1971 le operazioni « grigie » scesero a otto soltanto per un totale di 108 milioni di dollari, tutte con tredici anni e anche meno di scadenza.

All'inizio del 1971 la Banca d'Inghilterra alzò il tasso di rifinanziamento al 6,5 per cento, e poi al 7 per cento. Nel 1972 lo riabbassò di nuovo a 6 per cento.

L'ECGD assicura l'85 per cento del valore dell'esportazione, più l'85 per cento delle spese locali. Con l'assicurazione dell'ECGD, si ottiene il finanziamento di entrambi gli importi.

Se la valuta estera presa a prestito per le spese locali è impiegata per pagare importazioni (come avviene di solito), può essere assicurato, finanziato e rifinanziato circa il 97 per cento del valore dell'esportazione. L'effettivo tasso di interesse per il compratore estero è quindi solo leggermente più alto del tasso di rifinanziamento della Banca d'Inghilterra. Per il momento, non c'è nessuna possibilità che esso sia abbassato sotto il 6 per cento, entro la « zona grigia » — a meno che la Banca d'Inghilterra non riduca il tasso di rifinanziamento a meno del 6 per cento.

Per quanto riguarda i prestiti di aiuto all'estero, due sono gli organismi erogatori. La *Overseas Development Administration* (OvDA) e la *Commonwealth Development Corporation* (CDC). Quest'ultima ottiene i suoi fondi dal ministero delle finanze per prestiti (e investimenti) nei paesi del Commonwealth; i prestiti sono usati spesso per finanziare esportazioni. Il costo di questi fondi è lievemente inferiore al tasso ufficiale di sconto, ma la CDC deve addossarsi tutte le spese generali. I tassi di interesse da

essa praticati per i crediti all'esportazione tendevano perciò a collocarsi tra il 7 per cento e il 10 per cento. Nessuno dei suoi crediti all'esportazione, per quanto concessi per durate comprese tra cinque e venticinque anni, rientrava quindi nella « zona grigia ».

L'OvDA amministra i prestiti pubblici di aiuto allo sviluppo, prestiti che nel 1970 e 1971 erano quasi tutti a un tasso di interesse zero e di durata superiore a venti anni (per lo più a circa venticinque anni). Nessuno ricadeva pertanto nella « zona grigia ».

I dirigenti dell'OvDA affermano di essere contrari all'idea e all'uso di crediti « misti »; in realtà, però, vi hanno fatto ricorso in varie occasioni per tre ordini di motivi:

1) per « pareggiare » (*matching*) le condizioni di crediti misti concessi dalla Francia per progetti cui concorrono anche ditte inglesi. Così, in Cile, l'OvDA ha fatto prestiti per spese locali e pagamenti in contanti, abbinati con crediti all'esportazione garantiti dall'ECGD, per un'acciaieria e per una centrale elettrica.

2) Per fornire assistenza saltuaria a certe esportazioni. Fondi dell'OvDA non ancora impegnati ma già disponibili per il paese beneficiario, possono essere utilizzati, su richiesta del paese stesso, per pagamenti in contanti di importazioni. Questo è accaduto, per esempio, per importazioni di locomotive da parte del Pakistan, del Sudan e del Ghana.

3) Per facilitare l'utilizzo di prestiti di aiuto. Può accadere che per un prestito « legato » concesso a un paese sottosviluppato non si trovi nessun progetto di sviluppo nel quale utilizzarlo; il prestito può allora essere destinato a finanziare esportazioni della Gran Bretagna verso il paese beneficiario.

I casi di crediti « misti » del tipo suddetto sono, comunque, saltuari, e il totale annuo è relativamente modesto.

Un punto importante da notare nel sistema britannico è che, nel marzo del 1970, l'ECGD è stato autorizzato a sussidiare il tasso di interesse dei crediti all'esportazione con fondi pubblici, secondo il metodo seguito, in Italia, dal Mediocredito centrale (si veda oltre). Questa nuova possibilità potrebbe sostituire il sistema di rifinanziamento presso la Banca d'Inghilterra, e abbassare di molto il tasso effettivo di interesse. Ma essa non è stata finora (fine 1972) usata. Può

essere considerata come uno strumento di trattativa — una minaccia — per limitare il sistema dei crediti « misti » praticato dai francesi.

La « zona grigia » in Italia

In Italia ci sono tre tipi di crediti all'esportazione che possono rientrare nella « zona grigia »: primo, i normali crediti all'esportazione a medio termine, la cui durata può superare i dieci anni (3); secondo, i crediti all'esportazione del tipo OOF; infine, i prestiti bilaterali (ODA) concessi direttamente dal governo italiano a governi stranieri.

Nel 1970, i prestiti ODA furono solo sette, di cui due (per un totale di circa 42 milioni di dollari) rientravano nella « zona grigia ». Gli altri cinque prestiti ODA erano a un tasso d'interesse superiore a 6 per cento. Tutti i sette prestiti erano « legati ». Nella categoria OOF il governo italiano classificava alcune centinaia di prestiti, concessi per la quasi totalità per scadenze da quattro a cinque anni e a tassi di interesse superiori al 6 per cento. Un prestito soltanto, di circa 4 milioni di dollari, rientrava nella « zona grigia ».

Sempre nel 1970 solo quattro crediti privati all'esportazione (assicurati) per un totale approssimativo di 41 milioni di dollari rientravano nella « zona grigia ». Il loro tasso d'interesse era del 5,9 per cento.

L'istituto chiave in Italia per finanziare, nella « zona grigia », i crediti privati all'esportazione garantiti dallo Stato è il Mediocredito centrale. Istituto pubblico, esso riceve ogni anno dal bilancio statale i fondi per sussidiare i crediti privati all'esportazione. Esso interviene soltanto se il credito è assicurato dall'INA (Istituto Nazionale delle Assicurazioni). Il Comitato interministeriale assicurazione crediti all'esportazione decide quali crediti devono essere assicurati e per quali scadenze.

Il Mediocredito può sussidiare in tre modi i crediti all'esportazione:

1) può rifinanziarli fino al 75 per cento del loro importo a un tasso d'interesse del 3,5 per cento;

(3) Generalmente per crediti a medio termine si intendono, in Italia, i crediti la cui durata non supera i sette anni (n.d.t.).

2) può concedere un contributo agli interessi (pagabile direttamente all'istituto che concede il finanziamento) (4) per ridurre il tasso effettivo d'interesse per il compratore al 6 per cento o anche meno;

3) può rifinanziare il 25 per cento del credito al 3,5 per cento e concedere un contributo agli interessi sulla parte restante (con un pagamento diretto all'istituto finanziatore) per portare il tasso effettivo d'interesse sul finanziamento totale al 6 per cento o anche meno.

La scelta di uno o dell'altro dei tre metodi suddetti dipende dalla disponibilità di fondi del Mediocredito per crediti privati all'esportazione.

I prestiti OOF concessi dal Mediocredito difficilmente si differenziano dai crediti privati garantiti all'esportazione. Per le operazioni OOF il Mediocredito attinge ad altri fondi, che provengono dal bilancio dello Stato. Ma impiega questi fondi soltanto per sussidiare i crediti privati all'esportazione al fine di ridurre il tasso d'interesse effettivo praticato al cliente a circa il 6 per cento.

La «zona grigia» in Francia

In Francia, i crediti all'esportazione a lunga scadenza erano rifinanziati con interventi combinati del GICEX (*Groupement Interbancaire pour les Opérations de Crédit à l'Exportation* — un pool organizzato nel 1961 da un gruppo di banche per finanziare scadenze oltre cinque anni), la BFCE (*Banque Française de Commerce Extérieur*), il *Crédit National* e la Banca di Francia. Recenti mutamenti (1972) hanno eliminato il *Crédit National* e aumentato il costo del rifinanziamento presso la Banca di Francia. Tutti i crediti devono essere assicurati dalla COFACE (*Compagnie d'Assurance Française pour le Commerce à l'Extérieur*).

Con un tasso di rifinanziamento della Banca di Francia del 4,5 per cento (fine 1972), applicabile peraltro solo a una quota limitata di un credito a lungo termine, il costo effettivo dei crediti all'esportazione garantiti e concessi per dieci anni e oltre era di circa il 6,83 per cento.

(4) I crediti all'esportazione a media e a lunga scadenza provengono, in prevalenza, da uno dei seguenti quattro istituti speciali: IMI, Efibanca, ICIPIU, Mediobanca.

Negli anni precedenti il tasso di rifinanziamento della Banca di Francia era stato abbassato al 2, 3 e 4 per cento. La carta commerciale all'esportazione rifinanziata e tenuta dalla Banca di Francia il 31 dicembre 1971 era così distribuita: circa 1,4 miliardi di franchi al 2 per cento; 5,5 miliardi al 3 per cento; 2 miliardi al 4 per cento; 0,5 miliardi al 4,5 per cento.

Nel 1970 soltanto dieci operazioni per un totale di 54,8 milioni di dollari ricadevano nella «zona grigia». Questi crediti all'esportazione, a favore della Spagna, della Jugoslavia, della Tunisia, dello Zambia, dell'Iran e dell'India, avevano una scadenza tra dieci e dodici anni e tre mesi, e tassi di interesse superiori al 5,75 per cento, tranne tre operazioni con l'India per un impianto di raffineria concluse a tassi d'interesse del 5,25 per cento.

Non si hanno particolari per il 1971; ma, essendo stato aumentato il tasso di rifinanziamento della Banca di Francia, il numero delle operazioni della «zona grigia» deve essere stato anche minore.

Rientrava invece nella «zona grigia» una quota considerevole dei prestiti pubblici francesi di aiuto allo sviluppo (ODA). Questi prestiti sono forniti essenzialmente per due vie. Per due terzi passano per il tramite della CCCE (*Caisse Centrale de Coopération Economique*), e vanno ai paesi di lingua francese (per la maggior parte antiche colonie, e alcuni tuttora territori francesi). L'aiuto all'Algeria, alla Tunisia, al Marocco è trattato direttamente da governo a governo, progetto per progetto. La CCCE opera poi come organo esecutivo. Per gli altri paesi di lingua francese, il governo e l'Assemblea Nazionale decidono sull'aiuto complessivo, e la CCCE lo distribuisce per paesi e prodotti.

L'altro terzo dei prestiti ODA è amministrato direttamente dal ministero dell'economia e delle finanze e va a beneficio dell'India, del Pakistan, dell'Indonesia e di parecchi paesi dell'America Latina.

Nel 1970, sessanta prestiti ODA, per un totale di 130,2 milioni di dollari, ricadevano nella «zona grigia»; il 60 per cento di questi prestiti aveva scadenze tra dieci e quindici anni; per una metà i tassi di interesse erano compresi tra il 3 e il 4 per cento, per un terzo tra il 4 e il 5 per cento, per il resto tra il 5 e il 6 per cento.

Particolari analoghi non sono disponibili per il 1971. Si sa, comunque, che i due terzi dei prestiti ODA gestiti dalla CCCE

assommavano a 107 milioni di dollari; e che per 56 milioni appartenevano alla «zona grigia».

Ci sono poi i crediti «misti». I responsabili della CCCE hanno ammesso che una politica di crediti «misti» è stata seguita sistematicamente come mezzo per trasferire ai paesi beneficiari il massimo di merci e servizi in relazione all'ammontare di fondi ODA assegnati dal governo e dall'Assemblea Nazionale. Così, nel 1971, dei 45,4 milioni di dollari di prestiti CCCE all'Africa sud-sahariana, solo 7,5 milioni furono concessi senza essere associati ad altri tipi di finanziamento. I restanti 37,9 milioni di dollari servirono come integrazione di altri flussi di capitali, che comprendevano 20 milioni di dollari di crediti all'esportazione. Ciò suggerisce, per i crediti «misti» del 1971, un rapporto di circa due terzi di aiuto e di un terzo di credito di tipo «commerciale».

Per dare un quadro più particolareggiato dei crediti «misti» della prassi francese, la tavola elenca i prestiti d'aiuto all'Algeria per progetti specifici, amministrati dalla CCCE, dal 1967 al 1971. Quasi tutti sono «misti»; guardando ai totali, si tratta per circa il 47 per cento di capitali pubblici e per il 53 per cento di crediti privati all'esportazione.

Poche informazioni si sono potute ottenere sui crediti «misti» a paesi di lingua non francese. Funzionari pubblici hanno fatto vaghi accenni ai noti crediti «misti» al Messico per la costruzione di una rete metropolitana, ma si sono rifiutati di ammettere l'esistenza di una politica generale in materia.

In colloqui con il dirigente del credito all'esportazione di una grossa banca commerciale francese è emerso che, quando una società francese chiede il finanziamento di un'esportazione e sostiene che per l'aggiudicazione di un contratto sono necessarie condizioni di credito molto più favorevoli di quelle di mercato, la banca si rivolge alla DREE (*Division de Relations Economiques Extérieures*) presso il ministero dell'economia e finanza, o alla CCCE perché sia concesso un prestito parallelo ODA. Sembra che la DREE resista a richieste del genere, e intervenga solo quando esistono motivi particolarmente fondati. La quota ODA è spesso poi impiegata per finanziare le spese locali e il pagamento in contanti della parte importata. Sembra che la quota pubblica, nel caso di finanziamento misto, debba variare tra il 25 per cento e il 40 per cento per allineare le condizioni dei crediti concessi agli esportatori francesi con quelle concesse agli esportatori inglesi o americani; nel

caso di concorrenti giapponesi, la quota ODA deve spesso raggiungere il 50-60 per cento.

Ecco l'esempio di una azienda francese (consociata di una impresa di costruzioni americana), che concorreva ad una gara per l'ampliamento di una raffineria di petrolio in Pakistan. Dapprima la Banca, che assisteva l'azienda francese, chiese alla DREE di approvare la garanzia di un credito all'esportazione di undici anni. La DREE autorizzò la COFACE a concedere la garanzia. Successivamente, la banca chiese alla DREE di concedere un finanziamento parallelo su fondi ODA destinati al Pakistan. Il costo totale del progetto era di 15 milioni di dollari, di cui 6 milioni per spese locali. Per i rimanenti 9 milioni la banca ottenne una garanzia dalla COFACE, e finanziò 4,5 milioni (rifiinandone una parte presso la BFCE e una parte presso la Banca di Francia) a undici anni al 6,83 per cento. La DREE concesse al Pakistan di utilizzare un prestito ODA per gli altri 4,5 milioni con scadenza di ventidue anni e un interesse del 3,5 per cento. Ne risultò un credito «misto» a condizioni rientranti nella «zona grigia».

La «zona grigia» in Giappone

In Giappone, il credito all'esportazione a medio e a lungo termine può essere assicurato dal ministero del commercio estero e dell'industria; peraltro, per la maggior parte si tratta di operazioni a medio termine (a meno di cinque anni). Nel 1970, pochissimi crediti privati garantiti all'esportazione furono finanziati a un interesse inferiore al 6 per cento. Solo due casi rientrano nella «zona grigia», entrambi per il Taiwan (uno di 7,8 milioni di dollari, l'altro di 7,6 milioni per generatori a vapore e a turbina) con scadenza di undici anni e con tasso d'interesse del 5,525 per cento.

La maggior parte del credito all'esportazione a scadenza superiore a cinque anni è finanziata e garantita dalla Export-Import Bank giapponese. Le sue scadenze sono di solito tra un anno e quindici anni, ma possono salire fino a venti anni. Questa banca di solito interviene solo congiuntamente con una banca commerciale o con un consorzio di banche commerciali. Essa, in genere, assume che l'importatore abbia fatto un pagamento in contanti del 10 per cento e che ci sia un profitto del 10 per cento per il fornitore. Del restante 80 per cento essa finanzia di solito l'80 per

cento ossia il 64 per cento dell'importo contrattuale; la banca commerciale finanzia il rimanente.

Le risorse della Export-Import Bank provengono per l'80 per cento dal Fondo pubblico che raccoglie i contributi per l'assicurazione vecchiaia e per il 19 per cento dal bilancio dello Stato. Il Fondo previdenziale dà a prestito alla banca al 6,5 per cento. Per la quota pubblica il tasso di interesse è nullo. Così, il costo medio del denaro per l'Export-Import Bank è di circa il 5,3 per cento. La banca invece applica tassi flessibili, che variano da un massimo del 7 per cento a un minimo del 4 per cento, a seconda dei rapporti del paese importatore con il Giappone, delle sue condizioni finanziarie, della concorrenza per l'aggiudicazione del contratto.

La quota di credito finanziata dalle banche commerciali costava nel 1971 circa l'8-9 per cento, e verso la fine del 1972 il 7-8 per cento. Di conseguenza, la media ponderata può scendere a un minimo del 4,6 per cento; di solito, è tra il 5,5 e il 6,5 per cento. La Eximbank gestisce anche i prestiti di aiuto (ODA). In tale veste può agire con o senza la collaborazione delle banche commerciali; e ancor più varia è la gamma dei tassi d'interesse praticati.

L'altra istituzione per l'assistenza economica ai paesi in via di sviluppo è l'OECECF (*Overseas Economic Cooperation Fund*), che riceve il 50 per cento dei suoi mezzi dal bilancio dello Stato e il 50 per cento dal Fondo previdenziale, a un costo medio del 3,25 per cento. L'OECECF può concedere credito all'esportazione, congiuntamente alle banche commerciali (il Fondo finanzia normalmente il 70 per cento e lascia il 30 per cento alla banca commerciale), per i progetti che non possono essere finanziati adeguatamente dalla Eximbank. Il tasso di interesse netto è generalmente compreso tra il 4 e il 5,5 per cento.

L'OECECF fa anche prestiti diretti in yen ai governi stranieri per progetti di sviluppo; in questi casi non interviene nessuna banca commerciale; la scadenza tende ad essere tra i venti e i venticinque anni e il tasso di interesse tra il 3 e il 5 per cento.

La gestione dell'aiuto allo sviluppo è in Giappone complessa. Al vertice della piramide c'è il « Comitato ministeriale per la cooperazione d'oltremare », organismo *ad hoc* costituito da membri del governo, e fondato nel maggio del 1969 per tracciare le linee politiche di base. In seguito, nell'ottobre 1970, fu istituito un « Comitato di coordinamento della cooperazione economica », compren-

dente i direttori generali dei vari ministeri rappresentati nel Comitato ministeriale.

Per la gestione dei programmi di aiuto sono competenti vari ministeri (Affari esteri, Finanze, Commercio estero, Agricoltura, Istruzione), l'Agenzia della programmazione economica e il Gabinetto stesso. L'esecuzione dei prestiti ufficiali è affidata alla Export-Import Bank, all'OECECF e all'OTCA (*Overseas Technical Cooperative Agency*), che gestisce i programmi di assistenza tecnica.

Quando si presentano importanti contratti di esportazione il fornitore giapponese chiede al ministero del commercio estero l'autorizzazione ad esportare a pagamento differito e la garanzia assicurativa. Il ministero suddetto e quello delle finanze decidono se l'operazione deve essere finanziata dalla Eximbank congiuntamente con le banche commerciali, o dalla Eximbank, o dall'OECECF, o a valere su un prestito diretto in yen già in essere a favore del governo del paese beneficiario.

In definitiva, il sistema giapponese consente un ampio grado di flessibilità; c'è quindi una certa confusione tra operazioni di aiuto e operazioni di sostegno alle esportazioni. I responsabili dei ministeri del commercio estero e delle finanze hanno una gamma di scelte che permettono svariate combinazioni del tasso d'interesse e della scadenza. La loro decisione può essere influenzata da informazioni presentate da esportatori giapponesi sulla situazione della concorrenza.

Un esame delle statistiche dei prestiti della Eximbank indica un rapido prolungamento dei termini di scadenza. Tra il 1969 e il 1970, gli impegni con scadenze tra i dieci e i quindici anni più che raddoppiarono, salendo da 174 a 373 milioni di dollari. Contemporaneamente, i prestiti con scadenze superiori a 15 anni aumentarono da 40 a 69 milioni di dollari. Peraltro, la maggior parte di questi prestiti, quando erano effettuati congiuntamente alle banche commerciali, avevano un interesse effettivo pari o superiore al 6 per cento.

I prestiti ODA del Giappone, come si è accennato, sono generalmente erogati dall'Eximbank o dall'OECECF, talvolta con e talvolta senza il parallelo finanziamento di una banca commerciale. Nel 1970 la Eximbank funzionò da tramite per 9 prestiti ODA (per un totale di 88,1 milioni di dollari) ricadenti nella « zona grigia ». Quattro prestiti furono effettuati con la partecipazione di una banca commerciale. Per tutti il tasso d'interesse variò tra un

minimo del 5 per cento e un massimo del 6 per cento. A sua volta, l'OECD concesse cinque prestiti ODA di «zona grigia»; per un totale di 60,3 milioni di dollari, erano diretti all'Indonesia e avevano scadenze di diciannove anni e sei mesi con tassi d'interesse del 3,5 per cento.

Nel 1971 il Giappone ha ampliato considerevolmente il suo programma di prestiti ODA. Non è stato possibile ottenere informazioni complete; è però certo che la scadenza dei prestiti fu estesa a circa venti anni, ma i tassi d'interesse si mantennero nella fascia compresa tra il 3,5 e il 5,75 per cento, con solo poche eccezioni al di sopra o al di sotto.

Conclusioni

Dall'esame compiuto emerge che in *Germania* i prestiti ODA sono al di fuori della «zona grigia», e che il costo dei crediti privati garantiti all'esportazione è superiore al 6 per cento. La sola prova di un finanziamento di «zona grigia» sarebbe quindi l'esistenza occasionale di un credito misto. Il KfW, che gestisce il programma tedesco degli aiuti all'estero e provvede anche al finanziamento dei crediti all'esportazione con scadenze superiori a otto anni, sarebbe in grado di fornire crediti «misti». Sembra, tuttavia, che questa facoltà sia usata solo molto sporadicamente. Esiste come minaccia per frenare il ricorso ai crediti «misti» da parte della Francia; ma la rarità con cui è utilizzata la rende trascurabile ai fini della concorrenza internazionale.

Nel *Regno Unito* la situazione è oggi piuttosto analoga. E' vero che nel 1970, e nella prima parte del 1971, la Banca d'Inghilterra rifinanziava i crediti alla esportazione a un tasso d'interesse del 5,5 per cento. Vi erano quindi esportazioni assicurate dall'ECGD, con scadenze superiori ai dieci anni, che rientravano nella «zona grigia». Nel 1970 il loro ammontare fu di 452 milioni di dollari, su un totale di circa 800 milioni di dollari di crediti commerciali all'esportazione con scadenze superiori a cinque anni. Si trattava di un importo notevole. Senonché, nel 1971 il Regno Unito portava il suo tasso di rifinanziamento al 6,5 per cento e poi al 7,9 per cento, e infine al 6 per cento. Pertanto nessun credito all'esportazione nel Regno Unito rientra più nella «zona grigia». D'altra parte, tutti i prestiti di aiuto del Regno Unito sono concessi per durate superiori a venti anni e a un interesse inferiore al 3 per

cento (quasi sempre l'interesse è nullo). Nell'autunno del 1972 esistevano quindi soltanto due possibilità di finanziamento rientranti nella «zona grigia» nel Regno Unito. La prima è per il tramite di crediti «misti». L'OvDA ha ammesso la possibilità occasionale di un credito «misto», ma, come accade in Germania, tale pratica è così rara da non potersi considerare significativa. L'altra possibilità dipende dal fatto che l'ECGD è stato autorizzato ad agevolare i crediti commerciali all'esportazione in modo da ricondurre il tasso di interesse effettivo entro la «zona grigia». Senonché, non vi sono stati stanziamenti di fondi per rendere operante questa facoltà, che resta inutilizzata.

Il caso dell'*Italia* è un po' speciale. Il programma degli aiuti allo sviluppo prevede apporti del settore pubblico che possono essere considerati ad ogni effetto assistenza allo sviluppo. Tuttavia, tutti i prestiti ODA dell'Italia sono analoghi ai crediti all'esportazione: tassi di interesse e scadenze sono tali da risultare più onerosi di molti crediti commerciali concessi da altri paesi. Nel 1970 solo 2 prestiti ODA rientravano nella «zona grigia»; gli altri avevano tassi di interesse superiori al 6 per cento. Per quanto riguarda i crediti privati garantiti all'esportazione, il sistema italiano prevede l'utilizzo di fondi pubblici per contributi agli interessi, ma con limitazioni che portano a tassi di interesse superiori, per lo più, al 6 per cento. Nel 1970 solo quattro casi, per un totale di 37 milioni di dollari, rientravano nella «zona grigia». Per il 1971 non erano disponibili dati particolareggiati, ma, secondo gli esperti, la situazione non era mutata rispetto al 1970.

Prima del 1972, la *Francia* disponeva di un sistema che consentiva alla Banca di Francia di rifinanziare un'ampia quota del credito all'esportazione a un basso tasso d'interesse (2,3 o 4 per cento), e rendeva possibili crediti privati garantiti all'esportazione a meno del 6 per cento, in parte ricadenti nella «zona grigia». Dal marzo 1972, la situazione è cambiata, e il costo del credito — con una quota rifinanziata dalla Banca di Francia — è circa del 6,83 per cento. Nessun credito rientra quindi nella «zona grigia».

D'altra parte, la maggior parte dei prestiti ODA è concessa a tassi di interesse compresi tra il 3 e il 6 per cento, e per durate inferiori a venti anni: nel 1970 un totale di 126 milioni di dollari di prestiti ODA rientrava nella «zona grigia». Per quasi l'80 per cento, comunque, era a favore di territori francesi o di antiche colonie.

CREDITI MISTI FRANCESE ALL'ALGERIA 1967-1971
(in milioni di dollari)

Scopo	Contributi non rimborsabili	Prestiti della CCCE	Prestiti privati garantiti all'esportazione	Totale
Zuccherificio		2,25	2,25	4,5
Sugherificio	1,2	1,7	0,7	3,6
Complesso turistico	0,6	2,5	0,7	3,8
Complesso turistico	0,4	1,4	0,4	2,2
Fabbrica autocarri	2,7	19,3	31,0	53,0
Datterificio	4,0	8,0	2,0	14,0
Gasdotto		3,2	18,0	21,2
Impianti per il gasdotto		1,4	1,9	3,3
Impianti pilota per olio d'oliva	0,3	0,5	0,2	1,0
Ampliamento del sugherificio		0,2		0,2
Fabbrica di laterizi	0,5	1,5	0,9	2,9
Ammodernamento di un impianto d'imbottigliamento d'acqua minerale	0,5	2,4	0,6	3,5
Datterificio	3,0	11,6	1,9	16,5
Zuccherificio	4,0	16,0	11,7	31,7
Ammodernamento di una fonderia		0,2	0,2	0,4
Impianto per la liquefazione di gas		45,0	90,0	135,0
Ammodernamento di un caseificio	0,2	0,7	0,5	1,4
Nave cisterna per gas liquido		3,0	13,5	16,5
Impianto per fertilizzanti	5,5	21,2	21,9	48,6
Ammodernamento di un impianto per l'inscatolamento del pesce	0,7	3,2	0,8	4,7
Impianto per cellulosa e carta	8,3	4,0		12,3
Ampliamento di un impianto per l'inscatolamento di ortofrutticoli	0,6	1,4	1,1	3,1

L'elemento interessante in Francia è, peraltro, l'utilizzo di crediti « misti ». Sembra che l'aiuto ai territori francesi e alle antiche colonie sia associato, in larga misura, con crediti privati: all'incirca, 60 per cento di aiuto pubblico e 40 per cento di crediti commerciali. Nel 1971 la Francia erogò 278 milioni di dollari per aiuti

bilaterali (esclusa l'assistenza tecnica e quella alimentare) e 193 milioni per prestiti ODA. La maggior parte degli aiuti vanno per spese che non si prestano a crediti « misti » (sostegno di bilanci statali, sviluppo agricolo, programmi di assistenza sanitaria, istruzione, ecc.). I prestiti ODA sono divisi in modo che per circa due terzi sono amministrati dalla CCCE e destinati ai territori francesi e alle antiche colonie. Questi 129 milioni di dollari sarebbero stati erogati congiuntamente con 86 milioni di crediti garantiti all'esportazione. Gran parte di essi avrebbe però riguardato attrezzature per fabbriche di proprietà francese. Inoltre, anche a parità di agevolazioni creditizie, sarebbe stato difficile a imprese straniere competere sui mercati in questione. E' quindi mia opinione che questi crediti « misti » non abbiano potuto, e non possano, influire in modo significativo sulle esportazioni degli Stati Uniti e degli altri paesi considerati nel mio esame.

Restano i 64 milioni di dollari di prestiti ODA concessi nel 1971 a paesi di lingua non francese. Qui il governo francese è più circospetto; e la combinazione dei due tipi di prestiti è decisa caso per caso e a volte non c'è affatto. Propenderei a ritenere che una metà del suddetto importo sia « misto » (forse al 50 per cento) con crediti privati garantiti all'esportazione.

La situazione del Giappone presenta particolarità interessanti, soprattutto a causa della difficoltà di distinguere tra crediti all'esportazione e assistenza allo sviluppo. Nel campo dei crediti privati garantiti all'esportazione la Eximbank partecipa a tutte le operazioni a lunga scadenza; in genere, la sua partecipazione è pari all'80 per cento; alle banche commerciali resta il 20 per cento. La Eximbank ha una grande varietà di tassi d'interesse, tra il 4 per cento e il 7 per cento. Sulle operazioni strettamente commerciali tende a praticare tassi di poco inferiori al 6 per cento. Ma per i crediti « misti » la media ponderata raramente è inferiore al 6 per cento. Nel 1970, solo due operazioni (per un totale di 15,4 milioni di dollari) rientravano nella « zona grigia ».

I prestiti ODA del Giappone sono amministrati da due istituti, la Eximbank e l'OECE, ambedue praticano tassi d'interesse compresi tra il 3 e il 6 per cento. La maggior parte dei prestiti OECE hanno scadenze di venti anni e oltre; ma alcuni rientrano nella « zona grigia ». Un numero crescente di prestiti ODA amministrati dalla Eximbank ricadevano invece in passato nella « zona

grigia». Spesso con la Eximbank partecipano banche commerciali nel campo dei finanziamenti ODA; è quindi frequente la combinazione di crediti pubblici con crediti privati.

E' evidente che le società giapponesi possono ottenere che un determinato progetto (alla cui aggiudicazione concorrono) sia incluso nel programma di aiuto allo sviluppo, e di conseguenza riescono a disporre di un prestito ODA per la sua realizzazione.

Peraltro, l'OECE è venuto estendendo la durata dei suoi crediti oltre i venti anni. Ciò sta accadendo anche ai prestiti ODA provenienti dalla Eximbank. In tal modo stanno scomparendo in Giappone i finanziamenti della «zona grigia».

Il fattore principale che incide sulla concorrenza internazionale è la flessibilità con cui viene amministrato il programma di aiuti allo sviluppo per adattarlo alle esigenze concorrenziali degli esportatori giapponesi. Ciò deriva dall'organizzazione giapponese degli aiuti allo sviluppo. I prestiti sono negoziati per sostenere le esportazioni giapponesi verso i singoli paesi in via di sviluppo; ed è affidato all'iniziativa privata il compito di stabilire i progetti da finanziare.

In sintesi, la pratica di finanziamenti all'esportazione di «zona grigia» e di crediti «misti» in Germania, nel Regno Unito e in Italia è trascurabile. In Francia molti prestiti ODA rientrano nella «zona grigia», ma ciò è irrilevante per le esportazioni degli Stati Uniti; se tali prestiti fossero a condizioni più favorevoli, in modo da uscire dalla «zona grigia», avrebbero conseguenze ancor più negative per le esportazioni statunitensi. La Francia, è vero, utilizza in larga misura i crediti «misti», ma dalla mia indagine sembra emergere che la loro incidenza sulle esportazioni degli Stati Uniti e degli altri paesi è limitata a 50-60 milioni di dollari. Infine, in Giappone molti prestiti ODA ricadevano in passato nella «zona grigia»; ma le scadenze si sono venute prolungando; nel 1972 pochissimi crediti erano «grigi». Continua invece la confusione tra prestiti di aiuto allo sviluppo e finanziamenti delle esportazioni giapponesi.

LEE C. NEHRT

Note Bibliografiche

AUTORI VARI, *The Marginal Revolution in Economics*, Edited by R.D. Col-lison Black, A.W. Coats, C.D. Goodwin. Duke University Press, 1973, pagg. 366.

Come è noto, il termine «rivoluzione marginale» è generalmente riferito alla quasi simultanea ma indipendente scoperta, fatta intorno al 1870 da Jevons, Menger e Walras, del principio dell'utilità marginale decrescente. Essa costituisce uno dei più significativi esempi di scoperta «multipla» nella storia del pensiero economico, e sarebbe troppo facile credere che questi tre studiosi, che lavorarono più o meno nello stesso periodo ma in diversi ambienti intellettuali (Manchester, Vienna e Losanna) abbiano potuto avere la stessa idea per pura coincidenza.

Sebbene gli storici non siano del tutto d'accordo, come è dimostrato dai saggi raccolti nel libro e presentati alla Conferenza di Bellagio nell'agosto del 1971, sull'interpretazione e la valutazione della rivoluzione marginale e sui motivi che ne sono all'origine, esiste tuttavia un certo consenso su alcuni punti fondamentali. In particolare il rifiuto, da parte dei tre economisti, della teoria del valore dei classici e il riconoscimento del princi-

pio dell'equilibrio del consumatore nel punto in cui le utilità marginali di tutti i beni acquistati sono proporzionali ai loro prezzi; l'aver sottolineato la maggior influenza sui prezzi da parte della domanda più che dell'offerta; la tendenza a passare dall'analisi macro-economica a quella micro-economica; l'essersi concentrati sull'analisi economica in se stessa più che nelle sue applicazioni pratiche; l'impulso dato alla coordinazione della teoria del valore con quella della distribuzione, e infine l'aver sottolineato l'importanza dell'uso della matematica, come strumento tecnico, nel linguaggio economico.

La discussione, invece, è stata più vivace (e il consenso molto meno unanime) su altri punti.

Innanzitutto la casualità o no della scoperta fatta dai tre economisti più o meno nello stesso periodo. Si è affermato, soprattutto da parte di M. BLAUG («Was there a marginal revolution?»), che la scoperta non fu accidentale, nel senso che i tre economisti non sapessero cosa stavano scoprendo, ma che al contrario le loro innovazioni sono state il risultato diretto di sforzi consapevoli tendenti a risolvere gli insoluti problemi della teoria classica del valore e dei prezzi,

la quale era stata appunto considerata come ostacolo all'analisi e alla comprensione dei fenomeni di mercato. Tali problemi non erano dunque periferici ma centrali alla scienza economica, e tutti e tre gli studiosi furono perfettamente consci della importanza scientifica delle loro intuizioni. Naturalmente vi sono state differenze significative nel modo con cui essi presentarono e diffusero le loro scoperte, differenze largamente attribuibili alla diversa personalità dei tre studiosi. Ma sul fatto che la scoperta fu pressappoco simultanea e che soprattutto non fu casuale non vi possono essere dubbi.

Altro problema dibattuto alla Conferenza fu quello relativo alla possibile influenza delle rispettive condizioni socio-economiche (quali il livello di sviluppo economico, la struttura sociale, ecc.) sulla formulazione e diffusione delle nuove concezioni economiche. Anche su questo punto non vi è stato un consenso di opinioni, e ognuno ha cercato di spiegare la preoccupazione dei « marginalisti » secondo una propria teoria. Ad esempio, secondo lo STREISSLER (« To what extent was the Austrian School Marginalist? ») l'interesse di Menger per il nuovo orientamento era dovuto all'esperienza della depressione economica del suo tempo e allo sviluppo delle imprese di grandi dimensioni, che portava a mutare orizzonte della ricerca verso la micro-economia. Anche secondo lo STIGLER (« The adoption of the Marginal Utility Theory ») e lo WINCH (« Marginalism and the Boundaries of Economic Science ») la

preoccupazione dei vari marginalisti per i problemi delle scelte e dell'allocatione delle risorse può essere spiegata con ragioni ambientali.

La Conferenza ha discusso anche il ruolo dell'ideologia nella formulazione della teoria marginalista. Nei vari saggi presentati vi sono frequenti riferimenti alla presenza di elementi positivi e normativi nell'economia marginalista, specialmente in relazione al lavoro di Walras sulla « concorrenza pura », ed al ruolo della dottrina liberista nelle origini e nello sviluppo della scuola austriaca (Menger). Sebbene la gran parte dei partecipanti alla Conferenza abbia escluso la presenza di considerazioni ideologiche nelle prime formulazioni delle teorie marginali, alcuni tuttavia (in particolare Streissler) ne hanno scorto la presenza, anche se molto sottile, soprattutto allorché i concetti marginali venivano applicati ai problemi pratici o usati come base per raccomandazioni di carattere politico-economico. I fattori ideologici si fecero sentire in misura maggiore allorché si passò alla diffusione delle idee marginaliste. In Italia, per esempio, secondo l'articolo di BARUCCI (« The Spread of Marginalism in Italy 1871-1890 »), i primi marginalisti furono antisocialisti. E in Giappone (T. MARSUURA: « Marginalism in Japan ») il marginalismo fu adottato come una teoria anti-marxista.

In Italia (v. l'articolo di Barucci) il marginalismo entrò sin dagli inizi; l'opera del Jevons apparve infatti in italiano già nel 1875. Menger fu conosciuto ed apprezzato più tardi, quan-

do, attraverso la scoperta di Sax, i suoi lavori furono studiati insieme a quelli di Böhm-Bawerk e di von Wieser. Sebbene gli scritti di Pantaleoni — cui si deve la piena penetrazione del pensiero marginalista — si rifacessero principalmente al lavoro e all'analisi teorica di Jevons, la scuola che ebbe più influenza tra gli economisti italiani nel periodo 1886-1890 fu quella austriaca. Lo stesso Walras nel 1890 era ancora sconosciuto e alla sua teoria dello scambio non si facevano che riferimenti occasionali.

Le conclusioni generali più interessanti si possono forse trarre dal saggio di G.L.S. SHACKLE: « Marginalism: The Harvest ». Il marginalismo determinò un cambiamento decisivo nella natura e nella direzione dell'economia; esso segnò il passaggio dalla economia politica classica alla economia neoclassica. Il significato della rivoluzione marginale poggia quindi sui miglioramenti scientifici che ha reso possibili. La teoria del valore e della distribuzione furono sostituite con teorie più generali e più rigorose; per storici come Schumpeter, Stigler, Knight, ecc. l'introduzione del marginalismo, inizialmente applicato alle valutazioni del consumatore e successivamente sviluppato per considerare il sistema economico nella sua globalità, ha segnato addirittura l'inizio dell'economia come scienza. In questo senso il marginalismo riflesse e contribuì al processo di « professionalizzazione » accademica e di « internazionalizzazione » dell'economia intesa come una disciplina organizzata.

Dal punto di vista attuale, invece, il

marginalismo non offre grandi spazi o analisi se non per lo studioso delle dottrine economiche. Secondo Shackle esso ha la sua ragione soltanto nella concezione di un equilibrio generale; è cioè un aspetto di un mondo razionale e logico di cui si posseggono e si conoscono tutti i necessari elementi. Tale mondo, osserva Shackle, se esiste, deve essere considerato o istantaneo o senza tempo, in quanto la razionalità e il tempo sono inconciliabili l'uno con l'altro. Ma la teoria economica non può essere un uniforme e perfetto sistema generale, capace di rispondere a tutte le questioni e ricomporre tutti gli squilibri, e l'equilibrio generale, perché esista, deve essere senza tempo. Ma allora che cosa ha da dire un mondo senza tempo allo schema reale delle cose? Che cosa ha che fare un mondo, la cui conoscenza è già completa ed ogni cosa è conosciuta, con un mondo invece dove lo scegliere riguarda il futuro, ma dove la conoscenza riguarda solo il passato? (D'altra parte, si conoscono gli insuccessi della « dinamica » marginalista).

Se ne deduce che esiste una contraddizione tra i presupposti della teoria dell'equilibrio generale e l'attuale situazione delle società economiche. Questo è il motivo per cui oggi parlare di marginalismo può essere ancora interessante e utile, ma solo per chi desidera conoscere meglio tale fenomeno storico e studiare i cambiamenti che esso ha portato nell'economia, ma non perché ci possa aiutare a risolvere i problemi e le contraddizioni economiche del nostro tempo. Il marginalismo in un'era di invenzioni continue,

di deliberate trasformazioni tecnologiche e di continui cambiamenti economici, sociali e politici, sarebbe fuori posto.

Eppure, conclude Shackle, non si può dare un senso alle cose, anche dal più pragmatico punto di vista, senza un frammento di coerenza ed uno sguardo a ciò che potrebbe essere invece una ordinata, razionale ed uniforme organizzazione della vita economica, visione ideale del marginalismo.

G. PIETRANERA

* *

A. BERTONI e G.P. SZEGÖ, *Metodologie quantitative per la gestione delle banche di deposito*, vol. n. 9 della «Collana di studi sulle strategie aziendali» a cura del PRALT, Giuffrè, Milano, 1973, pagg. 214.

Il volume, frutto di collaborazione interdisciplinare tra due studiosi che ricoprono rispettivamente la cattedra di Tecnica bancaria e quella di Matematica della Facoltà di Economia e Commercio dell'Università di Venezia, affronta il tema dell'applicazione dei modelli di ricerca operativa in seno alle aziende bancarie, in vista dei vantaggi che queste possono trarne per la soluzione dei propri problemi di gestione e di pianificazione.

La trattazione si articola essenzialmente in tre parti. La prima, comprendente i paragrafi 1-3, ha carattere introduttivo, in quanto stende l'intelaiatura di cui il lettore, che già non possiede

preparazione adeguata, ha bisogno per seguire il discorso: vengono infatti precisate la natura e le funzioni della ricerca operativa, le caratteristiche dei vari modelli quantitativi per mezzo dei quali si rappresenta il sistema reale assunto ad oggetto d'indagine, ed infine le possibili utili applicazioni dei modelli medesimi ad un particolare «sistema-impresa», specificamente una azienda di credito ordinario.

La seconda parte, che va dal paragrafo 4 al paragrafo 7 ed occupa una buona metà della trattazione, accompagna per gradi il lettore nella costruzione di un modello matematico rispecchiante, come «sistema-impresa», una tipica azienda bancaria del nostro Paese, inizialmente vista nei suoi tratti gestionali più elementari e poi via via analizzata nelle sue manifestazioni più specifiche e qualificanti, nel contesto ambientale e legislativo nel quale opera. La costruzione del modello — dapprima di tipo statico, poi dinamico deterministico, infine dinamico probabilistico — si accompagna all'illustrazione della metodologia matematica impiegabile per la sua soluzione sia in forma analitica sia, come surrogato accettabile, in forma numerica.

L'ultima parte, avente in sostanza natura di appendice antologica, consiste in una rassegna dei principali modelli di gestione bancaria (tutti di autori nord-americani) ricavati dalla scarsa letteratura esistente in materia, e in una valutazione critica degli elementi logici — spesso insoddisfacenti — sui quali poggiano.

Nel corso dell'intera trattazione, gli Autori lasciano più volte trasparire il

convincimento che l'utilizzo di appropriati modelli quantitativi possa essere di valido ausilio ai responsabili delle decisioni operative in seno alle aziende di credito, in grado così di sfruttare appieno le possibilità d'impiego degli elaboratori elettronici di cui già dispongono; ma, con ponderato senso di misura, non trascurano fin dalle prime pagine di chiarire «come le indicazioni fornite dai modelli quantitativi rappresentino la risultante di un processo logico forzatamente semplificato e come tali indicazioni non possano fondatamente rappresentare che delle *guide-lines* di indubbia utilità per il centro decisionale, ma di cui non è lecito sopravvalutare la significatività» (pag. 9).

Il volume, già abbiamo detto, è frutto interdisciplinare, e come tale andrebbe recensito da persona dotata di competenza interdisciplinare, cosa che non possiamo ascriverci. Tuttavia, tralasciando le parti spiccatamente tematiche, riteniamo opportuno richiamare l'attenzione sugli aspetti bancari sviluppati in particolar modo nella seconda parte e sull'impianto teorico ad essi sottostante.

La banca — intesa come coordinazione di atti economici finalizzati alla massimizzazione alternativa della quota di mercato, del patrimonio, delle dimensioni, del profitto, oppure ad un obiettivo composito — fronteggia costantemente il problema della ripartizione ottima *pro tempore* del complesso dei mezzi amministrati fra una gamma di tipici impieghi. A differenza di un fondo d'investimento provvisto di una somma d'importo asse-

gnato da ripartire in modo ottimale tra vari impieghi, i mezzi amministrati costituiscono per la banca una delle incognite del problema, una grandezza sulla quale incidono numerose variabili e sulla quale la banca stessa è in grado di influire sensibilmente.

La banca è vista come organismo posto a servizio di famiglie e imprese per operare tra le medesime trasferimenti di mezzi monetari, ad integrazione ed in alternativa ai trasferimenti attuabili sul mercato dei prestiti diretti.

Il flusso dei trasferimenti che fa capo alla banca, e che essa può in parte manovrare calibrando i propri tassi d'interesse in rapporto a quelli applicati dalle banche e da altri istituti finanziari concorrenti nonché dalle imprese che contraggono prestiti direttamente presso le famiglie, promana dalla successione di acquisizioni e di esborsi di fondi, variamente rappresentati da moneta legale o da moneta scritturale, in relazione anche alle particolari forme tecniche (depositi in conto corrente e fidi di conto corrente) adottate per la raccolta e per gli impieghi. In questo contesto, viene evidenziato il vincolo che le riserve obbligatorie e quelle libere in moneta legale pongono all'ampiezza della funzione creativa di moneta scritturale esplicabile dalla banca, senza trascurare l'impulso all'autogenesi dei mezzi amministrati derivante in grado diverso dagli impieghi in prestiti e dagli impieghi alternativi.

Le poche proposizioni succintamente riferite bastano, crediamo, ad attestare la solidità dell'impalcatura concettuale sulla quale gli Autori poggiano

la costruzione dei loro modelli di gestione; ma quel che più conta è il fatto che la teoria della banca, quale risulta elaborata nel corso del tempo dalla migliore dottrina italiana, qui ritrova per la prima volta un'esposizione analitica integrata sufficientemente completa. Ed è questo di per sé un risultato notevole; per cui, anche prescindendo dagli sviluppi applicativi che potranno aversi presso le nostre aziende di credito, possiamo ben dire che la metodologia di ricerca seguita dagli Autori si è già dimostrata utile in campo scientifico.

ANTONIO PIN

MASSIMO PACI, *Mercato del lavoro e classi sociali in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1973, pagg. 351.

In questo volume, Paci ha raccolto i risultati di una serie di ricerche, condotte negli ultimi dieci anni, sul mercato del lavoro in Italia. Si tratta in gran parte di saggi già apparsi su riviste che sono qui pubblicati con alcune modifiche e qualche tentativo di unificazione.

Il notevole interesse con cui questo volume è stato accolto (la prima edizione è andata esaurita in pochi giorni) dipende anzitutto dall'importanza dell'argomento trattato, ma anche dalla novità del metodo di analisi adottato e delle tesi sostenute dall'Autore. Esaminiamo brevemente questi tre aspetti.

In primo luogo, l'importanza del tema di ricerca. Il problema dell'occupazione appare oggi, ancor più di qualche anno fa, la questione irrisolta dello sviluppo economico italiano. Se all'inizio degli anni sessanta era potuto sembrare (e in questo senso si erano infatti espressi quasi tutti gli economisti) che il problema della disoccupazione in Italia fosse avviato a soluzione, l'esperienza dei dieci anni successivi è stata in realtà caratterizzata da una tendenza decrescente dell'occupazione, in particolare nel settore industriale; con una progressiva caduta dei tassi di attività (percentuale di popolazione occupata o in cerca di occupazione), ed una forte espansione dell'occupazione precaria e marginale.

Questi fenomeni, che per la loro durata ed intensità sembrano sempre meno spiegabili in termini « congiunturali », si sono anche accompagnati ad un acutizzarsi delle tensioni nel mercato del lavoro: aumentata forza contrattuale della classe operaia e conseguenti spinte salariali. Con il risultato paradossale che il mercato del lavoro presenta le tensioni tipiche di una situazione di « piena occupazione » pur allontanandosi sempre più da tale assetto.

La gravità del problema e l'apparente contraddittorietà dei suoi aspetti hanno suscitato negli ultimi anni un crescente numero di ricerche, teoriche ed empiriche, accompagnate da un vivace dibattito fra gli studiosi. Come prevedibile, la prospettiva di analisi si è andata ampliando: dall'esame del funzionamento del mercato del lavoro in senso stretto si è passati al più va-

sto problema dei collegamenti con il processo stesso di sviluppo economico; dalle interpretazioni in chiave « congiunturale » si è passati ad analisi delle condizioni « strutturali » sottostanti, e così via.

Le ricerche di Paci hanno contribuito a questo arricchimento dell'analisi in due modi. Anzitutto con una prospettiva originale che risulta dalla fusione di due metodi di analisi: quello sociologico e quello economico. Viene con ciò sperimentato un approccio « integrale » al mercato del lavoro, che esalti le connessioni fra i fattori di accumulazione del capitale e le forze operanti a livello di stratificazione sociale.

Come è comprensibile, si tratta sempre di tentativi difficili, e l'Autore ne è conscio esprimendo nell'introduzione il timore che il suo libro scontenti sia gli economisti che i sociologi.

Il contributo dell'Autore non è stato, però, solo metodologico: alcune delle tesi da lui sostenute (e sarà necessario valutarle anche tenendo conto dei vantaggi e dei limiti del metodo di analisi adottato) hanno portato ad una nuova e senza dubbio interessante prospettiva. In primo luogo, Paci sostiene che il mercato del lavoro (più che il mercato dei beni) è quello in cui si manifestano le « contraddizioni » del capitalismo e che contiene in sintesi i fattori di crisi dell'economia italiana. In proposito, si possono contrapporre due tesi.

Da una parte, la tesi secondo la quale il mercato del lavoro funziona « a fisarmonica », cioè con fasi alterne di espansione e contrazione dell'occu-

pazione in risposta a variazioni della domanda di beni. Questa tesi è largamente condivisa e lo stesso Paci sembra averla fatta propria in alcune sue analisi (vedi, in particolare, pagg. 104-105). A ben guardare, è alla base delle politiche di « piena occupazione » di tipo keynesiano, entrate ormai nell'ambito delle politiche correntemente perseguite nei paesi capitalisti avanzati.

Una seconda tesi — che caratterizza la posizione più recente di Paci e che in un certo senso ne misura l'originalità (vedi, in particolare, pagg. 159-169 e 219-222) — identifica invece l'avvento per l'economia italiana (a partire dal 1963) di una fase di « maturità precoce » caratterizzata da un *approfondimento* qualitativo della domanda di lavoro da parte del settore industriale più moderno, con emarginazione delle quote più deboli della forza lavoro. Queste a loro volta *non* rappresentano un « esercito industriale di riserva » (perché il mercato del lavoro risulta segmentato in comparti fra loro sempre meno inter-comunicanti). Vi è quindi una riduzione dell'offerta di lavoro disponibile per il settore industriale moderno e ciò accentua le tensioni sul mercato del lavoro, aumentando la forza contrattuale della classe operaia nello specifico sottomercato (del lavoro operaio-industriale-urbano). Questa seconda tesi permette in particolare di risolvere il paradosso di tensioni tipiche della « piena occupazione » che si presentano in una situazione che è invece caratterizzata da riduzione dell'occupazione. Ed è anche evidente che, secondo questa tesi, ricette

di tipo «keynesiano» volte a stabilizzare la domanda di beni ad alti tassi di crescita non sono affatto sufficienti a ridare dimensione ed omogeneità al mercato del lavoro.

Questa seconda tesi, cui Paci dedica attenzione crescente nei suoi saggi, permette di evocare anche per l'Italia lo spettro delle insanabili contraddizioni del capitalismo «maturo»: crescente spreco delle risorse (e in particolare della forza lavoro relegata in quote crescenti di occupazione precaria e marginale), accentuata instabilità, esasperata contrapposizione di classi sociali, e così via. Questo punto dell'analisi è anche, tuttavia, quello finora meno approfondito (e qui ritornano evidenti i limiti di un approccio solo parzialmente economico). Cosa significa sostenere che dal 1963 (e perché proprio da allora) il capitalismo ita-

liano è entrato in una fase di «maturità precoce»? Definire la «maturità» in termini di riduzione dell'occupazione per spiegare la riduzione della occupazione non è molto promettente. E' un risultato della crescente integrazione dell'economia italiana a livello internazionale (aspetto cui Paci accenna solo di sfuggita)? E' evidente, in altre parole, che le tesi di Paci, se possono spiegare il più recente andamento dell'economia italiana, richiedono ancora approfondimenti ed ulteriori prove per convincere che si è veramente identificata una tendenza «strutturale» dell'evoluzione del capitalismo italiano, per definizione (ma è una definizione che suscita più quesiti di quanti ne risponda) ormai «maturo».

GIACOMO VACIAGO

Publicazioni ricevute

ARMANI, PIETRO: *Finanza straordinaria*, Trattato di Scienza delle Finanze VII, UTET, Torino 1973, pagg. 791.

[Il volume, settimo del Trattato di Scienza delle Finanze diretto da Ernesto D'Albergo, uscì, in tiratura ridotta, nel 1968. Si trattava in pratica dei primi cinque capitoli dell'attuale trattazione, raccolti con il titolo di «Introduzione alla finanza straordinaria». L'attuale edizione definitiva raccoglie, oltre a quei primi capitoli praticamente immutati (Parte prima), i nuovi capitoli (dal VI al XV) raggruppati come Parte seconda.

Il criterio seguito nella redazione dell'opera è stato quello di conciliare l'approccio tradizionale degli studi sulla finanza pubblica straordinaria con l'esigenza di tener conto delle dottrine più recenti e delle esperienze del nostro secolo in materia di eventi bellici e di crisi economiche (con o senza inflazione da domanda e da costi).

Nell'ampio volume, particolare rilievo ha la trattazione dei problemi riguardanti le forme del debito pubblico, l'alternativa tra imposta straordinaria e prestiti interni, la funzione e l'incidenza di prestiti esteri, l'incidenza dei prestiti dal punto di vista delle generazioni che ne sopportano l'onere, la conversione dei prestiti pubblici.]

ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI: *Relazione presentata all'Assemblea del 4 luglio 1973 sull'attività svolta nel biennio 1971-1972*. Roma, 1973, pagg. 369.

AUTORI VARI: *Social Stratification and Development in the Mediterranean Basin - Stratification Sociale et Développement dans le Bassin Méditerranéen*. Mübeccel B. Kiray ed., Mouton, The Hague - Paris, 1973, pagg. 290.

[Come è noto, le prospettive di sviluppo nella zona del bacino del Mediterraneo vengono spesso fatte dipendere dai fenomeni della stratificazione sociale, o piuttosto dai mutamenti che in essa avvengono. Così alcuni individuano nel sorgere di una classe media lo stimolo per lo sviluppo; altri mettono in evidenza il ruolo della pressione delle classi più basse, proletarie o meno. Le difficoltà stanno nell'accertare se tali categorie dinamiche siano presenti nei paesi del bacino del Mediterraneo o se vengano tratte da un contesto europeo continentale, o peggio da teorie astratte prive di ogni localizzazione spaziale e temporale.

Tali difficoltà sono state affrontate dal «Mediterranean Social Sciences Research Council» con un metodo di ricerca concreto e realistico per ognuno dei paesi studiati (Marocco, Repubblica Araba Unita, Libano, Tunisia, Grecia, Spagna, Turchia, Giordania, Tunisia). Tre ricerche considerano l'Italia: cristallizzazione e strutture sociali a Napoli (Monique Leroy); due esperienze italiane (Sardegna e Sicilia) d'industrializzazione e mutamento sociale (Madga Talamo).]

BRAMBILLA, FRANCESCO: *Teoria Matematica dei Trasporti*. Roma, 1973, pagg. 192. «Centro Studi sui Sistemi di Trasporto» «Quaderno N. 5».

CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE: *Caratteri strutturali dell'agricoltura lombarda 1961-1970*. Milano, 1973, pagg. 352. «Congiuntura Economica Lombarda».

[Secondo l'ampia indagine condotta a cura della Cassa di risparmio delle provincie lombarde, l'agricoltura della Lombardia, pur registrando negli anni intorno al 1970 condizioni generali discrete, è caratterizzata da una serie di squilibri che le impediscono una ordinata evoluzione, anche per effetto dell'esistenza di una miriade di aziende sempre meno valide sul piano operativo ed economico.

Il tipo di azienda, che l'indagine delinea specialmente da pag. 215 in poi, e che viene indicato come il perno della futura agricoltura lombarda, non dovrebbe nascere dall'improvvisazione né dalle necessità di sussistenza di chi non abbia altre opportunità di lavoro, bensì da una programmazione dell'attività agricola ed essere quindi conforme ai postulati della moderna teoria di impresa.]

CERUTTI, LUIGI: *Borsistica. Come operare nelle borse valori con metodo scientifico*. Franco Angeli Editore, Milano, 1973, pagg. 437.

CERUTTI, LUIGI: *Investimento e speculazione in titoli azionari*. Franco Angeli Editore, Milano, 1973, pagg. 435.

COLAPIETRA, RAFFAELE: *Un secolo di vita di un Istituto Creditizio Meridionale: la Cassa di Risparmio di Aquila 1859-1960*. Libreria Scientifica Editrice, Napoli, 1973, pagg. 208.

CREDITO FONDIARIO S.p.A.: *Costruire ed Abitare*. Roma, 1973, pagg. 329.

[Questo primo volume di una collana di saggi tratta ampiamente dell'urbanistica. Il saggio di apertura affronta il tema di una moderna città a misura di uomo. Il secondo verte sullo stock di abitazioni, nuove costruzioni e fabbisogno futuro sino al 1981, riassumendo in cifre le prospettive ipotizzate. Il terzo scritto considera il ruolo e il significato della residenza dell'habitat metropolitano. Il quarto analizza il significato dei centri antichi nella civiltà e propone il loro riscatto attraverso un rinnovamento funzionale. Il penultimo tratta dell'economia delle imprese edilizie produttrici di unità abitative e delle condizioni ottimali della gestione, della contabilità e dei controlli. L'ultimo esamina le nuove tecnologie costruttive e il processo di industrializzazione in atto.]

DE AMBROGIO, WALTER: *La simulazione nel campo della programmazione dei trasporti*. Roma, 1973, pagg. 37. «Centro Studi sui Sistemi di Trasporto» «Quaderno N. 6».

Decennio (Un) di evoluzione monetaria in Gran Bretagna. Atti della Conferenza su «Il Rapporto Radcliffe: dieci anni dopo» tenuta a Hove, Sussex, nell'Ottobre 1969 a cura di David R. Croome e Harry G. Johnson. Milano, 1973, pagg. 363. «Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde» «Collana Internazionale di Saggi Monetari Creditizi e Bancari diretta dal Prof. Giordano dell'Amore», N. 26.

DEL GIZZO - HUTCHINGS: *La imposizione nella Comunità Europea delle operazioni bancarie*. Roma, s.d., pagg. 110. «Istituto per l'Economia Europea».

Emigration and Agriculture. C.A.O. Nieuwenhuijze (Editor. Mouton, The Hague - Paris, 1972, pagg. 188. «Publications of the Institute of Social Studies» «Paperback Series VIII».

Garantire l'indennità ai lavoratori. Atti della X Giornata dell'INA alla Fiera di Milano - 20 aprile 1973, pagg. 228. «Istituto Nazionale delle Assicurazioni».

GHINI, ALFONSO: *Il piano dei conti in linea con l'IVA e le imposte dirette*. L. di G. Pirola, Milano, 1973, pagg. 398.

[Il libro riassume le dottrine e le applicazioni più moderne dei cosiddetti «piani dei conti» (Parte I e Parte II), e costituisce un aggiornato strumento di lavoro e di informazioni per i professionisti e per le aziende (Parte III). Gli obblighi fiscali in tema di piano dei conti e di scritture contabili sono trattati nella Parte IV, mentre la Parte V («Le modifiche al piano dei conti richieste dalla disciplina dell'IVA») si riallaccia ad un'altra opera dell'A.: «L'IVA e i suoi problemi», Milano, 1972.]

GRUNWALD, JOSEPH; WIONCZEK, MIGUEL S.; CARNOY, MARTIN: *La integración económica latinoamericana y la política de Estados Unidos*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1973, pagg. 248.

MENEGAZZI, GUIDO: *The Laws of the Dynamics of Economy and Finance as the basis and objective of international monetary and credit reform*. Verona, 1973, pagg. 65. «Institute of Economics and of Economic and Financial Policy of the University of Padua».

MINISTERO DELL'INDUSTRIA DEL COMMERCIO E DELL'ARTIGIANATO: *Caratteri strutturali del sistema distributivo in Italia nel 1972*. Roma, 1973, pagg. 384. «Direzione Generale del Commercio Interno e dei Consumi Industriali».

MINISTERO DEL TESORO: *Rendiconti degli Istituti di Previdenza per l'esercizio 1972 ed annessi bilanci tecnici delle Casse per le pensioni ai dipendenti degli enti locali ai sanitari ed agli insegnanti di asilo e di scuole elementari parificate*. Roma, 1973, pagg. 276.

PARRILLO, FRANCESCO: *Il Risparmio e l'intermediazione finanziaria nell'investimento immobiliare*. Dott. A. Giuffrè Edit., Milano, 1973, pagg. III.

[Il Prof. Parrillo, riprendendo alcuni precedenti studi, si occupa, in questo agile libro, delle disfunzioni proprie ai circuiti di intermediazione finanziaria del risparmio, problema che va assumendo carattere di perentorietà in presenza di un fenomeno di inflazione generalizzata.

L'A. nota come negli ultimi dieci anni l'impiego azionario abbia risentito una perdita in conto capitale del 50%, aliquota che sale al 75% se si considera anche l'erosione monetaria; perdite che non sembrano riferirsi al contenuto patrimoniale delle aziende, ma ad altri e diversi ordini di cause: crisi delle borse, disciplina fiscale, tensioni sociali ecc. Tale perdita è particolarmente grave per un rilancio dello sviluppo economico se il risparmio continuerà ad ignorare l'investimento azionario.

In tali condizioni, il Prof. Parrillo discute la possibile ristrutturazione del mercato finanziario; il programma di riforma dovrebbe comprendere l'attuazione di provvedimenti già in corso o da tempo annunciati (ad esempio, per le società per azioni e delle borse valori), l'ampliamento della gamma dei titoli offerti al portatore, l'abolizione delle difformità fiscali rispetto agli altri paesi della CEE (specie per quanto concerne la nominatività e la cedolare d'acconto), l'introduzione dei fondi comuni d'investimento mobiliare ed immobiliare.

L'A. rivolge particolare attenzione all'investimento immobiliare, che appare in netta diminuzione per cause conosciute: blocco dei fitti, regime fiscale, elevata imposizione sia sui redditi sia sui conferimenti di proprietà.

Per il particolare problema dell'erosione monetaria, che colpisce l'impiego in titoli a reddito fisso e i redditi immobiliari bloccati, numerose forme tecniche di intervento sono state messe a punto in vari paesi, al fine di consentire l'adeguamento pressoché automatico dei redditi percepiti all'evoluzione del potere d'acquisto.

Secondo i risultati di un'indagine realistica, la creazione di fondi comuni immobiliari appare suscettibile di recare un utile contributo. I dati raccolti, elaborati e criticamente valutati, mettono in evidenza, infatti, che il risparmio potrebbe essere attratto da questo tipo di impiego.]

PORISINI, GIORGIO: *Produttività e Agricoltura: I rendimenti del frumento in Italia dal 1815 al 1922*. ILTE, Torino, 1971, pagg. 182. *Appendice Statistica*, pagg. 391. «Archivio Economico dell'Unificazione Italiana, Serie II, vol. XVII».

RENZI, LORENZO: *Moderna dinamica bancaria*. Roma, 1973, pagg. 199, 1ª ed.

Simposio Internacional sobre la Proteccion del Medio Ambiente y los recursos naturales. IILA, Roma, 1973, pagg. 453. «Istituto Italo-Latino Americano en colaboracion con el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnologia, Auditorio de la Secreteria de Relaciones Exteriores, Ciudad de México, D.F. 24-28 abril 1972».

Sviluppo della Società Italiana e Formazione dei Quadri. Atti del Convegno ASFOR 1973. Torino, 1973, pagg. 205.

TASCIOTTI, CARLO: *Misura dello sviluppo socio-economico delle regioni italiane. Un'applicazione del metodo tassonomico di Wroclaw*. Roma, 1973, pagg. 59.

VIGO, GIOVANNI: *Istruzione e sviluppo economico in Italia nel secolo XIX*. ILTE, Torino, 1971, pagg. 171. *Appendice Statistica*, pagg. 193. «Archivio Economico della Unificazione Italiana, Serie II, vol. XVIII».