

Osservazioni sul mercato dei Buoni del Tesoro ordinari

1. I titoli a breve come mezzo di finanziamento del disavanzo

Benché il primo e più naturale obiettivo della politica del debito pubblico, e quello che a lungo è stato considerato, dagli stessi economisti, l'unico possibile in una visuale di « sana » condotta economica dello Stato, fosse la minimizzazione del costo, i BOT hanno avuto, almeno in Italia, una tradizione di opinioni avverse. La ragione è probabilmente questa: che si è ritenuto di solito necessario apporre una condizione alla scelta pura e semplice del tipo di indebitamento sul quale si potesse pagare il saggio d'interesse più basso, cioè di norma i titoli a breve: la condizione di evitare frequenti rimborsi. Da ciò è conseguita la preferenza per una struttura del debito pubblico che fosse per quanto possibile a lungo termine, e che in più, per le sue caratteristiche tecnico-giuridiche, permettesse al Tesoro di trarre profitto, con adeguate misure, da eventuali ribassi del saggio d'interesse. Si pensi, per esempio, ad Einaudi. Egli non esitò ad affermare che « i buoni del Tesoro (ordinari) sono un prestito di dubbia convenienza per lo Stato » e a malincuore ne ammise una « cittadinanza permanente » nei limiti della « massa di risparmi che presumibilmente si può prevedere debba investirsi in modo permanente in buoni di tal specie » e « se il costo d'interessi sia minore » (1).

Da questa concezione « aziendalistica » del Tesoro emerge l'in-

(1) Cfr. L. EINAUDI, *Principi di scienza della finanza*, Ed. Sc. Einaudi, 1952, Libro terzo, Cap. IV. Altri scrittori di cose finanziarie, come DEL VECCHIO (*Introduzione alla finanza*, Parte II, Cap. IV) manifestavano uno sfavore per il debito fluttuante anche maggiore di quello di Einaudi, limitandone l'uso ai temporanei sfasamenti di cassa; a questo proposito, è pure interessante rilevare il suggerimento di una netta polarizzazione tra debito fluttuante e debito consolidato, indicandosi come segno di cattiva amministrazione finanziaria una grande varietà di titoli. A chi conosca la struttura amministrativo-contabile del debito pubblico in Italia riesce facile ritrovarne, in queste impostazioni teoriche, la matrice costitutiva.

sieme degli elementi che, considerando « il punto di vista del Tesoro », dovrebbero definire il ruolo dei BOT nel finanziamento del disavanzo.

Il problema del costo, in primo luogo, è correttamente visto non come un confronto istantaneo tra tassi d'interesse, ma come una scelta che ne anticipa la futura dinamica. L'Einaudi parla così dei BOT come « buoni preparatori » immaginando il caso di emissioni di BOT effettuate in periodi di saggi a lungo termine troppo elevati rispetto al livello normale, ma il cui livello si suppone transitorio; si eviterebbe così che l'onere assunto dall'erario rifletta per una lunga serie di anni una situazione anomala. Il problema, ovviamente, è quello di accertare se si tratti di un inasprimento momentaneo, o invece di un rialzo permanente e duraturo del saggio d'interesse; in questo secondo caso, egli considera un errore l'uso dei BOT.

Generalizzando, e supponendo una dinamica della struttura dei tassi che, anticipando la tendenza, porti i saggi a breve a livelli relativamente « bassi » in fase di espansione, e relativamente « alti » in fase di recessione (relativamente, appunto, a quelli a lungo termine), se ne deduce una ricetta pratica: preferire i titoli a breve termine nel boom, e soprattutto nella fase terminale, quando è solo questione di attendere l'inversione di tendenza per consolidare, emettendo titoli a lungo termine; preferire i titoli a lungo termine in fase di depressione (anche qui, soprattutto nella fase terminale) garantendo così, allo Stato, la struttura meno onerosa nel lungo periodo (2).

Il problema della liquidità, cioè della eccessiva frequenza dei rimborsi nel caso di debito a breve, d'altra parte, risulta ridimensionato dall'osservazione che esiste, nel sistema, una domanda di titoli a breve; il rimborso, da questo punto di vista, non dovrebbe verificarsi, se non nel caso di una riduzione netta di tale domanda.

E' appunto col consolidarsi della percezione di questo fenomeno che i BOT cominciano ad acquistare diritto di cittadinanza nel panorama del debito pubblico italiano, prima sotto l'impulso del fabbisogno finanziario bellico e post-bellico, poi soprattutto negli anni « cinquanta », come effetto del loro inserimento nei bilanci bancari.

(2) In questi termini, la formulazione è di W. L. SMITH, « Debt management in the U.S. », in *Public Finance and Fiscal Policy*, Houghton Mifflin Co., Boston, 1966; e *The maturity structure of interest rates*, New York, 1960. La posizione di Smith riflette il comportamento del Tesoro americano, che in alcuni anni avrebbe cercato di trarre profitto dalle fluttuazioni dei saggi d'interesse, « tailoring the debt to the market », per limitare una voce di spesa che aveva raggiunto l'11 per cento circa della spesa totale di bilancio.

In questi bilanci i titoli a breve vengono a costituire una riserva di liquidità di seconda linea e, nello stesso tempo, un vantaggioso investimento di disponibilità quando sia piuttosto basso lo scarto di rendimento con i titoli a lungo termine. Per quanto riguarda le banche italiane, esse avvertono il vantaggio soprattutto in alcuni anni fra il 1955 e il 1960, quando si assiste a grossi incrementi dei BOT disponibili presso le aziende di credito in presenza di aste « a rubinetto », ed anche a grossi decrementi. Il Tesoro « registra » questi sbalzi, accumulando liquidità nei conti correnti presso la Banca centrale, e poi ritirandola; e il grave non è tanto che ciò provochi, negli anni dei rimborsi, dei problemi di reperimento di fondi, quanto piuttosto che questa variabilità delle consistenze di BOT nelle aziende di credito introduce un elemento di aleatorietà nella gestione della Tesoreria, che invece dovrebbe mantenere un controllo dei flussi finanziari in entrata e in uscita, sotto il profilo sia della quantità sia della natura economica, sì da consentire quella programmazione finanziaria che la crescente complessità dell'organismo pubblico richiede.

La riforma del sistema di emissione dei BOT attuata nel 1962 riflette in primo luogo l'esigenza di restituire al Tesoro il controllo sulla quantità di titoli a breve da emettere. Con tale riforma si introdusse infatti il sistema dell'asta a base fissa. Inoltre si separarono i BOT acquistati dalle aziende di credito per costituire riserve obbligatorie (che non potevano essere smobilizzati) da quelli per investimenti liberi. Questo aspetto, invero, si lega piuttosto a quello che vedremo tra breve: l'uso dei BOT nell'ambito della politica monetaria. Prima del 1962 i BOT italiani avevano (rispetto ai *bills* anglosassoni) un particolare grado di liquidità, derivante dalla possibilità di utilizzarli, a discrezione delle aziende di credito, per mutare la composizione delle riserve obbligatorie. La riduzione delle consistenze di BOT liberamente disponibili nel 1960-62 mise in evidenza il tipo di « libertà » che ciò consentiva alle aziende di credito nel momento in cui lo sviluppo degli impieghi ne peggiorava la situazione complessiva di liquidità. La percezione dell'indebolimento che derivava alla politica monetaria dalla minore dipendenza della liquidità delle banche dalle manovre della Banca centrale condusse allora, contestualmente, ad una precisazione della composizione delle riserve e ad un « congelamento » della quota assunta in BOT.

Il venir meno di questo particolare grado di liquidità dei BOT, e, invece, l'aumento del grado di liquidità del portafoglio titoli a

lungo termine, nel quadro di una politica di stabilizzazione dei corsi e di favore per le anticipazioni su pegno di questi titoli, spiegano, fra il 1963 e il 1969, il limitato sviluppo degli averi bancari in BOT (e quindi il limitatissimo ammontare di disavanzo finanziato con questi titoli).

2. I BOT e la politica monetaria

Nella teoria monetaria moderna, l'apprezzamento del ruolo dei BOT al di fuori del problema del finanziamento del disavanzo, e cioè nell'ambito della politica monetaria pura, emerge in rapporto a due ordini di problemi.

Primo, la specificazione della funzione di domanda di moneta in relazione al rendimento delle attività più liquide e, in connessione, la forza operativa di una politica monetaria che agisca variando l'offerta e il prezzo di una di queste attività liquide, appunto i *bills*. In particolare, l'idea che vi sia un rapporto di sostituzione tra averi in *bills* e riserve bancarie liquide comporta una particolare visione della possibilità di influire, attraverso l'offerta di BOT, sul moltiplicatore dei depositi bancari. Un aumento dell'offerta, elevandone il rendimento, indurrebbe infatti le banche ad abbassare la percentuale di riserva liquida, e viceversa. Tanto minore è la quota di mercato di *bills* fuori delle banche, tanto più forte questo meccanismo.

L'atteggiamento delle autorità monetarie italiane, al momento della riforma del 1962, risulta notevolmente influenzata da queste posizioni teoriche, che avevano trovato nel Rapporto Radcliffe una autorevole sede di diffusione. L'idea è infatti quella di non subire passivamente la situazione di liquidità del mercato, riflettendo quindi, più che guidando, i comportamenti dei tassi d'interesse, ma di agire su di essa, attraverso una gestione della struttura per scadenze del debito pubblico (illuminanti sono, a questo riguardo, le pagine delle varie Relazioni del Governatore, tra il 1961 e il 1963).

Il secondo ordine di problemi rispetto ai quali la teoria monetaria considera il ruolo dei BOT riguarda i rapporti tra i rendimenti delle varie attività finanziarie, e quindi l'ipotesi di una gestione della politica monetaria che operi « selettivamente » nell'ambito dei tassi d'interesse. Il fine può essere, come nell'ipotesi precedente, quello di influire sul meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e finanziari al sistema reale. Ma può essere anche un fine diverso, e

precisamente quello della difesa della posizione valutaria esterna quando vi sia incompatibilità tra obiettivi interni e obiettivi esterni della politica monetaria, e si voglia evitare di scoraggiare gli investimenti con un costo troppo alto del capitale.

Com'è noto, i presupposti teorici del tentativo di circoscrivere le variazioni ad un solo comparto dei saggi, in ipotesi a quello dei saggi a breve, possono essere o l'ammissione di una « discontinuità » nella domanda delle varie attività o strumenti finanziari, sì che sia possibile realizzare equilibri parziali nei diversi mercati del breve e del lungo termine. In tal caso, è evidente, l'operazione consiste nel sottolineare ed accentuare la segmentazione del mercato per concentrare sul mercato a breve gli urti della politica monetaria.

Oppure, supponendo che la struttura dei tassi dipenda dal disporsi delle aspettative, si ammettono oscillazioni più accentuate per i saggi a breve che per quelli a lungo termine in relazione alla dinamica congiunturale; pertanto, un'azione di intervento sui tassi a breve verrebbe a far parte di una complessiva strategia stabilizzatrice, e finirebbe per dare al rialzo dei saggi a breve un senso di prova indiretta della fiducia del mercato nell'azione della Banca centrale. In questo senso, il successo di ogni operazione *twist*, come operazione mirante ad evitare gli effetti dannosi di una politica di restrizione monetaria, è legato più che all'« invenzione » tecnica, alla sostanziale efficacia della politica di stabilizzazione adottata.

Il comportamento di politica monetaria che discende da queste impostazioni teoriche prevede un attivo intervento delle autorità monetarie. Ma questo intervento, che può attuarsi senza particolari contraddizioni per quanto concerne le quantità offerte, si complica quando esse vogliano anche influire direttamente sul prezzo, o, come si dice, « dare un'indicazione di prezzo ». Il problema mi sembra si presenti molto chiaramente oggi, nella situazione italiana, anche se non appare particolarmente dibattuto.

I vari ritocchi che sono stati apportati, nell'aprile 1969 e, recentemente, nel marzo 1975, al sistema di emissione di BOT creato nel 1962 tendono tutti essenzialmente a favorire l'uso dei BOT come strumento di politica monetaria; il « punto di vista del Tesoro », invero, sembra ormai garantito dal formale controllo che a questo si riserva sulla struttura del debito pubblico.

Operando, prima, una separazione netta tra BOT e base monetaria si è chiusa, infatti, una delle « falle » che rendevano difficile non tanto il « ritorno » ai BOT come mezzo di finanziamento del

disavanzo (problema peraltro pure importante, dato l'esplosivo crescere del disavanzo) quanto lo sviluppo di una gestione della politica monetaria che, rifacendosi a nuove concezioni teoriche del rapporto tra base monetaria e moltiplicatore del credito (coefficiente di domanda di liquidità bancaria sostanzialmente costante, o prevedibile), si ponesse come obiettivo prevalente l'accentuazione della natura « esogena » della creazione di base monetaria.

Allargando, adesso, la cerchia dei compratori, rendendo possibile offerte plurime a prezzi diversi da parte di ciascun partecipante all'asta, inserendo la domanda della Banca centrale fra le domande dei partecipanti all'asta (anziché utilizzarla come acquirente residuale) si sottolinea il ruolo del mercato primario come luogo di formazione dei tassi a breve. Avveniva invero, negli anni scorsi, che le aziende di credito preferissero non partecipare all'asta, per paura di offrire prezzi troppo alti, o per l'incertezza dell'entità della quota di assegnazione; esse acquistavano invece i titoli dalla Banca d'Italia, a un prezzo sostanzialmente uguale al prezzo di aggiudicazione.

3. Alcuni difetti del nuovo sistema

Non mi sembra però che le innovazioni introdotte possano ritenersi veramente significative ed efficaci. Anzi, in una certa misura esse rischiano di rendere più confusa la situazione.

Innanzitutto, è contestabile che il nuovo sistema consenta, meglio del precedente, un'indicazione di prezzo proveniente dall'asta. Perché ciò avvenga, non si tratta di accettare il sistema anglosassone dell'asta pura (senza prezzo base) o quello italiano (con prezzo base). Purché infatti questo prezzo base sia tenuto sufficientemente basso, e non vi sia ragione di immaginare un comportamento collusivo degli acquirenti, anche il sistema italiano consentirebbe un prezzo di equilibrio effettivo.

Ma nel momento in cui all'asta partecipa la Banca centrale, questa ha il potere di far divergere il rendimento d'asta dal rendimento « di mercato ». Tutte le volte, infatti, che l'offerta della Banca d'Italia si collochi al di sopra di una parte delle offerte che, in assenza della sua offerta, sarebbero state in grado di far scendere il prezzo dell'asta, e l'offerta della Banca d'Italia sia tale da determinare l'esaurimento della domanda, il saggio di rendimento si colloca al livello « indicato » dalla Banca centrale, e non dal mercato.

In questo caso, si tratta di un livello « inferiore », e non « superiore » al livello di mercato. E' invece impossibile che avvenga l'opposto, e cioè che il rendimento dei BOT si collochi a un livello superiore al livello « di mercato » grazie all'intervento della Banca d'Italia. Ma questa « asimmetria » è in parte attenuata dal carattere indicativo che « di fatto », viene dato al prezzo base d'asta (e del quale è, in sostanza, responsabile la stessa Banca d'Italia).

Quel che interessa qui osservare è che questo sistema continua a spingere i richiedenti BOT a « cercare d'indovinare » il prezzo immaginato dalle autorità monetarie, se vogliono rientrare nell'asta, più che a esprimere correttamente un prezzo di domanda. Di qui la necessità di un mercato secondario dei BOT che serva alla Banca centrale da punto di riferimento se, partecipando all'asta, lo fa per dare a questo prezzo un'indicazione di tendenza.

Ma prima di affrontare il tema del mercato secondario, resta da sottolineare un altro elemento di disturbo che sorgerebbe qualora la Banca centrale prendesse ad intervenire sul mercato aperto dei BOT, o continuando a cedere titoli « fuori asta » (come ha fatto nei primi due mesi di applicazione del nuovo sistema) ovvero comprandone. Si determinerebbero infatti « prezzi d'intervento » diversi, che potrebbero disorientare gli operatori, e indurli a scegliere in maniera definitiva tra mercato primario e mercato secondario. Ciò, penso, indebolirebbe, anziché rafforzare, l'uso dei BOT come strumento di politica monetaria.

La Banca d'Italia sembra essersi resa conto, seppure tardivamente, di questo problema, e a metà luglio 1975 ha comunicato che sospenderà in linea di massima le operazioni di compravendita di BOT in contropartita ai singoli operatori. Ciò significa che essa decide di riservare il suo intervento al solo mercato primario, escludendo operazioni di mercato aperto su titoli a breve. Ma questa soluzione è tutt'altro che soddisfacente, ed è del tutto anomala rispetto alle tecniche di gestione monetaria usate nei paesi ad economia di mercato.

La nostra tesi è quindi che sarebbe stato opportuno continuare ad escludere la Banca centrale dall'asta, e in pari tempo, per evitare che si sviluppi quell'abnorme ruolo di assuntore « a fermo » delle emissioni di BOT, assicurare che qualcun altro assuma questo ruolo. E' infatti chiaro che vi è un vantaggio nell'assicurare che l'intero ammontare dei BOT offerti sia sottoscritto da qualcuno. Tale vantaggio consiste nel garantire alle autorità monetarie il controllo sulla struttura del debito pubblico. Ma quando acquirente è la Banca

centrale, e per importi spesso ingenti, non si mantiene nessun controllo su questa struttura, in quanto semplicemente si emette moneta. Se invece esiste un sindacato di acquisto, come in Inghilterra, è responsabilità delle autorità monetarie offrire tanti *bills* quanti ne immagina di collocare al prezzo che ritiene valido; un errore nell'offerta si ripercuote sul saggio d'interesse a breve, e non sull'offerta di moneta.

In ogni caso, qualora non sia possibile procedere alla costituzione di un sindacato di acquisto, meglio è, a mio parere, rischiare l'insuccesso dell'asta. Il Tesoro potrà in qualsiasi momento collocare BOT presso la Banca centrale. Un altro vantaggio nell'escludere la Banca centrale dall'asta sarebbe quello di render chiaro al Tesoro il costo dell'indebitamento, ciò che non avviene quando, per i motivi da me chiariti altrove (3), vanno in parte o temporaneamente nel portafoglio della Banca centrale.

4. Il mercato secondario dei BOT

Perché nel mercato primario si determini un meccanismo di domanda-offerta capace di influenzare il formarsi dei tassi di interesse nel mercato a breve, occorre, si afferma (4), sviluppare un mercato secondario ben organizzato, nel quale possano essere facilmente negoziati i BOT in circolazione.

In Italia non è mai esistito un mercato secondario di BOT; essendo questi fino al 1969 riscontabili presso la Banca centrale, si rendeva superfluo un meccanismo di mercato atto a mobilitarli. Era inoltre relativamente limitata la consistenza degli averi in BOT nel mercato, in confronto agli altri titoli, almeno fino agli anni più recenti. Una delle ragioni di tale limitatezza è l'essere i BOT un titolo collocato esclusivamente, o quasi, presso il sistema bancario.

Tuttavia, il rapporto tra mercato primario e mercato secondario presenta dei problemi. In un certo senso, può affermarsi che esiste un'alternativa tra due meccanismi: un meccanismo in cui quel che conta è il mercato primario, rispetto al quale il mercato secondario è in posizione semplicemente di sostegno; l'altro meccanismo in cui quel che conta è il mercato secondario, rispetto al quale il problema

(3) Cfr. M. T. SALVEMINI, *La moneta nella politica di finanziamento del disavanzo*, Giuffrè, 1974, Cap. V.

(4) Cfr. BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *Tendenze monetarie*, 24 aprile 1975.

è ammortizzare e attenuare gli impulsi provenienti dal mercato primario.

Il mercato secondario, quando sia sufficientemente ampio, dinamico ed efficiente, permette due importanti risultati: primo, accresce la liquidità dei titoli che vengono ivi trattati (i BOT, nel nostro caso; ma potrebbero essere, come negli Stati Uniti, *notes* o *certificates*); secondo, consente la formazione di un insieme di prezzi (i saggi di interesse a breve).

Il primo risultato è di grande importanza per le banche, che proprio sulla liquidità del proprio portafoglio titoli orientano la domanda di riserve libere. Non a caso, l'interesse che il sistema bancario italiano va manifestando in questi mesi per la nascita di un mercato secondario dei BOT coincide con la perdita di liquidità, da una parte, dei portafogli in titoli a lungo termine (per le norme di impiego obbligatorie) e con la maggiore onerosità, dall'altra, degli averi liquidi (per l'aumentato divario di remunerazione con gli impieghi). Se tale liquidità non è più assicurata dalla Banca centrale, essa deve esserlo attraverso due vie: l'accorciamento della durata dei titoli (e ciò è stato fatto passando dai BOT a un anno ai BOT a 6 e poi a 3 mesi); la loro maggiore esitabilità sul mercato. Un mercato secondario allora avrebbe la funzione di sostegno del mercato primario, nel senso che creerebbe una maggiore domanda di BOT, e consentirebbe un più agevole finanziamento del fabbisogno pubblico. Tuttavia, proprio perché obiettivo primario è il collocamento di quote « addizionali » di BOT sul mercato, sarebbe la dimensione di queste quote, il loro disporsi nel tempo, e il rendimento offerto, ad influenzare il mercato secondario, più che non viceversa.

Al riguardo si presenta un quesito interessante: l'esistenza di un mercato secondario, se è necessaria, o almeno opportuna, per accrescere la domanda proveniente dalle aziende di credito, lo è altrettanto anche nei confronti della domanda proveniente da operatori non bancari? Finora in Italia, gli averi in BOT di operatori non bancari hanno avuto un carattere assolutamente marginale. La prima ragione è che il collocamento dei BOT è stato da sempre attuato presso le aziende di credito, concedendosi a limitate categorie di operatori il diritto di ottenerne dalla Banca d'Italia o dalle banche. Nel passato, l'esclusione degli operatori non bancari dal mercato dei BOT non significava, peraltro, che si escludesse una domanda di titoli a breve da parte di questi. Storicamente essa semplicemente riflette l'adozione del modello francese, di una diffusione capillare

dei BOT attraverso il sistema degli sportelli postali, riservando però a questi titoli il nome di buoni postali. Ma l'aver dotato i buoni postali della caratteristica dell'interesse crescente ha tolto loro, sostanzialmente, la natura di titoli a breve. Diversamente dalla Francia, quindi, noi non abbiamo avuto a disposizione un titolo a breve, collocabile presso il pubblico e riscontabile presso la Banca centrale, per convogliare al Tesoro liquidità in attesa d'impiego. Una politica di tassi d'interesse sfavorevole al risparmio postale ha ulteriormente frenato lo sviluppo di un sistema, che in Francia ha invece attivamente funzionato.

A questo proposito, e facendo una breve digressione, mi chiedo se l'esigenza recentemente prospettata da L. Izzo (5), circa una più netta demarcazione tra i circuiti finanziari che alimentano la spesa pubblica e quelli che alimentano gli investimenti privati, e sulla quale esistono molte ragioni per concordare, non possa essere soddisfatta, anziché operando delle separazioni istituzionali tra gli istituti che provvedono al finanziamento degli Enti e delle gestioni della Pubblica Amministrazione e tutti gli altri, mantenendo una distinzione tra titoli a breve che circolano solo nel mercato interbancario e titoli a breve liberamente acquistabili presso gli uffici postali. I vantaggi e gli svantaggi di questa soluzione, peraltro, non possono ben apprezzarsi rimanendo nell'ambito di un discorso « monetario », ma richiedono, a mio avviso, il sostegno di un'ipotesi istituzionale sul rapporto tra un Tesoro, che ormai si presenta più nel ruolo di collettore e distributore di flussi finanziari nell'ambito del sistema della finanza pubblica che come esecutore di un bilancio del tutto cambiato nella sua struttura e nel suo significato, ed altri soggetti pubblici cui questa funzione risulta ancora in parte delegata, come Enti previdenziali, da una parte, e Cassa Depositi e Prestiti dall'altra.

Chiusa questa parentesi, occorre anche osservare che una seconda ragione, che ha impedito il diffondersi dei BOT e la nascita di un mercato, va ricercata nel fatto che gli operatori eventualmente abilitati a tenerne non potevano apprezzare questo titolo né sotto il profilo della liquidità, per la mancanza di un mercato, né sotto il profilo del rischio, in quanto non era un investimento più vantaggioso di un titolo a medio-lungo termine, finché almeno si è attuata

(5) L. Izzo, *Cause dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'economia italiana negli ultimi dieci anni e considerazioni sulla politica economica che ha contribuito a determinarla*, Torino, Club Turati, 18 giugno 1975.

una politica di stabilizzazione dei corsi, né infine sotto il profilo del rendimento.

E' da chiedersi se queste motivazioni siano venute meno, e se la domanda di titoli da parte di questi operatori sia effettivamente in grado di favorire la nascita di un « mercato ». La prima manifestazione di un interesse del pubblico per i BOT si è avuta, alla fine del 1973, al forte crescere del loro rendimento nominale; le autorità monetarie sono state allora indotte, dopo qualche incertezza, e superato l'iniziale dissenso delle aziende di credito, ad ammettere alle aste, e quindi come potenziali operatori sul mercato, intermediari finanziari non bancari (6). Ma già da questo fatto emerge la sensazione che la domanda di BOT di questi operatori non sia perfettamente omogenea a quella delle banche, e in particolare che sia motivata in maniera tale da rendere improbabile quella variabilità al variare della struttura dei saggi di rendimento che è condizione essenziale perché un mercato dei *bills* si realizzi e perché abbia un significato ai fini dell'efficacia della manovra monetaria.

In primo luogo, la domanda di titoli a breve sarà legata a certe dinamiche stagionali delle entrate e delle uscite, e come tale presenterà una sostanziale stabilità, modificata soltanto dal variare di lungo periodo della struttura dei bilanci. La quota di BOT in portafoglio sarà, per questa parte, gestita con semplici criteri di sostituzione.

In secondo luogo, può darsi che in presenza di aspettative nettamente ribassiste per i titoli a lungo termine, gli amministratori siano indotti ad orientare i loro investimenti addizionali sul breve periodo. Ma è certamente escluso che ciò porti a disinvestimenti. Del resto, una relativa insensibilità delle domande delle varie attività finanziarie da parte del pubblico al variare della struttura dei saggi d'interesse è accertata anche in alcuni modelli esteri (7).

Infine, dubbi sono stati sollevati, anche in un mercato sofisticato come quello americano, sulla inclinazione delle grandi società ad una gestione molto attiva della propria struttura di liquidità in risposta a variazioni nei rendimenti dei BOT (8). A questo riguardo,

(6) Istituti di credito speciale, enti di previdenza, società di assicurazione, società finanziarie. Cfr. Decreto Ministeriale, G.U. 5 maggio 1975. Famiglie e imprese non finanziarie possono partecipare tramite gli agenti di cambio.

(7) Cfr. I. FRIEND, « Gli effetti della politica monetaria sulle istituzioni finanziarie non svolgenti funzioni monetarie e sui mercati dei capitali », in *Gli effetti della politica monetaria negli USA*, Collana Internaz. di saggi monetari, creditizi e bancari.

(8) Cfr. J. S. DUBENBERRY, « The portfolio approach to the demand for money and other assets », in *Review of Economics and Statistics*, febbraio 1963.

tuttavia, un più articolato discorso si rende necessario, che tenga conto, tra l'altro, dei legami istituzionali esistenti tra banche e istituti di credito speciale e tra banche e istituti previdenziali e assicurativi. Per i primi, si tratta di un legame spesso societario, tale quindi da rafforzare certe unitarietà di gestione. Per i secondi, si tratta spesso di una delega della tesoreria, tanto più frequente quanto più la natura pubblicistica dell'ente tenderebbe a rendere pesante e macchinosa tale gestione, se realizzata in proprio. In ambedue i casi, si ha l'impressione che la consistenza del portafoglio di BOT e la sua dinamica dipenderebbero molto dall'interesse delle aziende di credito a collocare BOT.

Anche per le imprese industriali, con l'eccezione di alcune « grandi » il cui grado di sofisticazione finanziaria è apparso evidente nelle loro recenti operazioni sui mercati delle eurovalute, è possibile ritenere che l'acquisto di titoli a breve possa essere introdotto per migliorare la struttura dei portafogli, soprattutto per quanto concerne alcuni fondi « rotanti », in alternativa a depositi vincolati; ma è molto improbabile pensare ad una loro attiva partecipazione al mercato.

Le società finanziarie, infine, hanno per ora un'importanza limitata, anche se non è da escludere, anzi appaia probabile, un loro ruolo attivo sul mercato dei BOT (una volta superate alcune obiezioni sollevate a questo riguardo) (9).

Tutto ciò significa che, malgrado le recenti innovazioni, come luogo di formazione di prezzo, il mercato secondario sarà essenzialmente un mercato bancario. E questo è vero anche dal punto di vista della classazione dei titoli. Questa dipenderà, in massima parte, dalla variabile disposizione delle banche a « domandare » depositi. Anche qui, non a caso, la caduta dell'opposizione delle banche ad un allargamento del mercato agli operatori non bancari, ed anzi la posizione di favore, si manifesta in un momento di debole « domanda » di depositi (da collegare alla debole domanda di impieghi da parte del pubblico), che rende vantaggioso oggi, a differenza dal passato, l'avvio di un processo di « disintermediazione ». Ma è da chiedere quanto questa situazione contingente possa considerarsi stabile, in assenza di un efficace vincolo alla remunerazione dei depositi.

(9) Cfr. JODY VENDER, « Mercato monetario: il ruolo delle finanziarie », *Il Sole - 24 Ore*, 24 giugno 1975.

5. Conclusioni

L'allargamento della lista dei possibili detentori di BOT non sembra essere una condizione sufficiente perché nasca un mercato secondario importante dei BOT. Ma nemmeno un mercato puramente interbancario ha molte possibilità di svilupparsi, se non altro perché è necessario che il sistema delle aziende di credito possa contare su una domanda « esterna » che valga, in qualche misura, a garantire un ammortizzatore alle fluttuazioni dei corsi dei BOT e quindi ne accresca la liquidità.

La situazione ottimale non può prescindere dall'esistenza, sul mercato, di operatori non bancari operanti « speculativamente » in BOT, come fanno i *dealers* americani o le *Discount Houses* inglesi. Pensare di avere un mercato di titoli a breve senza operatori di questo genere mi sembra non realistico; si tratterebbe in ogni caso di un mercato la cui utilizzazione ai fini di politica monetaria già indicati sarebbe pregiudicata.

Se infatti gli operatori non bancari operano sul mercato sostituendo depositi bancari a BOT piuttosto che BOT a titoli a lungo termine (perché la loro gestione non concede molto spazio ai disinvestimenti, e si premunisce dalle perdite in conto capitale sui titoli piuttosto costituendo fondi di riserva), allora la loro domanda sarà interamente funzione del prezzo di offerta dei depositi da parte del sistema bancario. Ma al sistema bancario basterà una piccola variazione di tale prezzo, e un'azione di persuasione sui clienti, per collocare BOT con minori aumenti nel loro rendimento di quanto sarebbe avvenuto qualora il collocamento si fosse dovuto trovare nell'ambito del settore bancario. Ciò appunto conferma l'indebolimento dell'azione di politica monetaria di cui si è fatto cenno.

Diverso è il ruolo di operatori non bancari che operino sul mercato dei BOT come intermediari finanziari specializzati. Per essi il problema della scelta di portafoglio è del tutto diverso da quello dei cosiddetti investitori istituzionali, e la loro domanda può essere qualitativamente e quantitativamente tale da « fare il prezzo » sul mercato secondario, modificando le correnti di acquisto in maniera indipendente dalla gestione delle banche.

Perché nascano operatori specializzati di tale tipo occorrerà garantire loro certi accessi privilegiati al credito bancario o al risconto presso l'istituto di emissione. Occorrerà inoltre precisare le condi-

zioni per essere ammessi a far parte della categoria, in modo da evitare operatori inesperti o poco scrupolosi, che renderebbero troppo costosa l'intermediazione. Si dovranno infine immaginare procedure informali di consultazione tra questi operatori e le autorità monetarie, per garantire alle emissioni il massimo successo.

Un'ultima ragione per cui dubito che si possa dar vita, nell'immediato, in Italia ad un importante mercato secondario è poi quella, già indicata, della prevalente importanza del mercato primario come luogo di formazione dei prezzi in ragione dell'imponente flusso addizionale di nuove emissioni.

Le dimensioni del deficit pubblico, infatti, appaiono dovute a fattori il cui esaurimento non può essere rapido. E non potendosi immaginare un finanziamento monetario del deficit nella misura registrata nel più recente passato, si deve supporre la continuazione del tentativo di « cercare » una domanda di attività finanziarie da soddisfare con titoli pubblici.

E' certo un bene che si predisponga un assorbimento dell'offerta di titoli a breve da parte di operatori diversi dalle banche, finora esclusi. Ma anche a questo fine, l'esistenza di intermediari finanziari « specializzati » appare indispensabile. Ed è da chiedersi se la figura dell'agente di cambio sia quella giusta, tenuto conto del cospicuo ammontare di mezzi finanziari indispensabile per compiere acquisti in blocco o in grosse quote. D'altra parte, senza garanzia di acquisti in blocco, sorgono quei problemi di rapporto tra mercato primario e mercato secondario, di intervento della Banca centrale, di scarsa efficienza, sui quali questo scritto vuole soltanto richiamare l'attenzione.

M. TERESA SALVEMINI

Note Bibliografiche

F. VICARELLI (a cura di), *La controversia keynesiana*, Il Mulino, Bologna, 1974, pagg. 243.

« Mi attendo che coloro i quali sono tenacemente legati a quella che chiamerò "la teoria classica" oscilleranno fra l'opinione che io sia affatto in errore e l'opinione che io non dica nulla di nuovo ». Questa previsione, che Keynes formulava nella Prefazione della *Teoria Generale*, si è rivelata esatta. Dopo la pubblicazione della *Teoria Generale*, vi furono infatti alcune vivacissime polemiche con i sostenitori della teoria classica (in particolare gli scontri di Keynes con Ohlin, Robertson, Hawtrey) che giudicavano errate le principali novità della teoria keynesiana. In seguito, iniziò a consolidarsi un'interpretazione del messaggio keynesiano, nell'ambito della visione dell'equilibrio economico generale di stampo neoclassico, che giungeva alla conclusione che a livello teorico le novità della *Teoria Generale* erano irrilevanti. Questa nuova ortodossia è esplicitamente accolta anche nei libri di testo: « la conclusione quasi unanimemente accettata è che le forze "automatiche" dell'economia che tendono a mantenere il sistema al pieno impiego sono troppo deboli per dare

affidamento e che perciò è necessario attribuire un ruolo rilevante alle politiche monetarie e fiscali, di qualsiasi tipo adottate esplicitamente per mantenere il pieno impiego » (1).

L'equilibrio con disoccupazione involontaria veniva ricondotto alla rigidità dei salari monetari (ad un rapporto non adeguato tra livello del salario monetario e quantità di moneta), oppure il caso keynesiano era interpretato in termini di squilibrio di breve periodo, l'unica posizione di equilibrio generale essendo quella di pieno impiego. Questa tesi, inizialmente proposta da Patinkin, ha ricevuto negli ultimi anni crescente attenzione, sulla base delle analisi di Clower e Leijonhufvud. La teoria keynesiana è da questi autori reinterpretata nell'ambito di un modello di equilibrio generale walrasiano dal quale ci si allontana rinunciando al « banditore » e quindi alla garanzia che si abbiano le informazioni necessarie per raggiungere un vettore di prezzi di equilibrio. Risulta così, probabilmente all'insaputa di Keynes, che la *Teoria Generale* è solo una variante, anche se più realistica, del modello walrasiano.

(1) Cfr. W. L. SMITH, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 1973, pag. 452.

Questa interpretazione, divenuta « di moda » negli ultimi anni, è totalmente respinta nei diversi saggi raccolti nel volume di recente curato da Vicarelli. Le tesi dello squilibrio di Patinkin, Clower e Leijonhufvud sono analizzate a fondo e respinte dai tre saggi di IMPICCIATORE (*Squilibrio e disoccupazione in un modello macroeconomico neoclassico*), MARCONI (*Disoccupazione e disequilibrio nelle analisi di R. Clower e di D. Patinkin*), e MARTINENGO (*La reinterpretazione del pensiero di Keynes nell'analisi di Leijonhufvud: una formalizzazione critica*). L'alternativo approccio di Tobin che, in termini neoclassici, determina l'equilibrio generale di portafoglio tenendo conto del tasso di rendimento del capitale è contestato dal saggio di GNESUTTA (*Equilibrio del conto capitale e meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari*). Il modello di Tobin risulta infatti contraddittorio se si tiene conto contemporaneamente del comportamento degli imprenditori e degli investitori finanziari per determinare il saggio di profitto.

Queste diverse tesi sono organicamente presentate nella *Introduzione* di VICARELLI ed ulteriormente sviluppate nel suo saggio conclusivo (*Disoccupazione e prezzi relativi: un tentativo di reinterpretazione di Keynes*).

Punto di partenza è il confronto fra Walras e Keynes. E' evidente che nel modello walrasiano non vi è spazio per autonome decisioni di investimento: ogni decisione di risparmio è anche decisione di investimento. Questa è dunque (e non l'assenza del « banditore ») la differenza di fondo fra Walras e Keynes, dato che la funzione del-

l'investimento, e quindi il concetto di domanda effettiva, caratterizzano la *Teoria Generale*. Se il modello walrasiano risulta « sovradeterminato » quando si aggiunga la funzione dell'investimento, analoga sorte tocca al tradizionale modello keynesiano (che si rifà all'analisi IS-LM di Hicks) quando accanto alla domanda di investimenti si tenga conto della domanda di capitale esistente; in altre parole, quando si espliciti il comportamento sia degli imprenditori che dei possessori di ricchezza e si inserisca una corrispondente relazione tra tasso di interesse e tasso di profitto. Questa tesi, che rappresenta l'aspetto nuovo ed insieme più importante del saggio di Vicarelli e quindi dell'intero volume, porta a conclusioni di notevole interesse, non solo accademico. In primo luogo, ne risulta che il tradizionale modello keynesiano, come formulato da Hicks, Modigliani, Klein, conserva in realtà caratteristiche neoclassiche incompatibili con il contenuto essenziale della *Teoria Generale*. Non è quindi accettabile che l'equilibrio con disoccupazione sia imputabile ad un rapporto non adeguato tra livello del salario monetario e quantità di moneta. In secondo luogo, ne risulta un'interpretazione di Keynes del tutto anti-neoclassica. Il messaggio della *Teoria Generale* non può essere ridotto alla sola questione del livello di occupazione delle risorse: è l'intera teoria neoclassica del valore e della distribuzione che ne esce demolita. E' così aperta la strada ad un terzo momento di analisi, nel quale al modello walrasiano è sostituita una teoria del valore e della distribuzione di tipo neo-ricardiano,

secondo lo schema proposto da Sraffa modificato per un'economia monetaria.

Notevole è quindi l'importanza analitica delle conclusioni di questi saggi. Una volta tanto, si rinuncia a tentare di rendere compatibile la dominante teoria neoclassica (equilibrio di pieno impiego) con l'osservazione della realtà che mostra invece una persistente situazione di disoccupazione delle risorse. E la spiegazione di ciò è ricercata non in un qualche *deus ex-machina* teorico, ma nelle caratteristiche istituzionali della società nella quale effettivamente viviamo, un approccio che caratterizza costantemente la *Teoria Generale*.

Naturalmente, nessuno può prevedere che la « controversia keynesiana » sia così definitivamente chiusa. La *Teoria Generale* è un'opera tanto complessa, e a tratti informe, che sarà sempre possibile cogliervi spunti per sostenere che Keynes non era riuscito appieno ad « evadere dalle idee vecchie ». D'altra parte, lo stesso metodo analitico di Keynes che opera per successive approssimazioni e non ricorre mai ad un sistema simultaneo di equilibrio generale, risulta ostico ancor oggi alla maggioranza degli economisti che sulla base della teoria neoclassica sono abituati a pensare in termini di interdipendenza e quindi di equilibrio simultaneo di tutti i mercati. Ciò spiega il successo avuto dall'interpretazione tradizionale offerta dall'analisi in termini di curve IS-LM, e la difficoltà odierna a superare questi limiti analitici.

GIACOMO VACIAGO

F. ARCUCCI, *Aspetti fondamentali della morfologia dei sistemi bancari*, Giuffrè, Milano, 1974, pagg. 105.

L'A. abbraccia, in una visione di sintesi, un periodo di oltre due secoli, fino ai nostri giorni, e addita le tendenze di fondo che hanno condotto all'attuale configurazione strutturale ed operativa dei sistemi bancari. Più che la storia, ci dà il senso del processo per cui ora « si afferma sempre più in ogni Paese un modello unitario di banca » (p. 58), cosicché « le distinzioni strutturali e funzionali cui si richiamano le classificazioni tradizionali delle aziende di credito (e cioè aziende di credito ordinario, casse di risparmio, banche popolari e cooperative e via dicendo) hanno perduto quasi completamente significato » (p. 93); gli stessi intermediari finanziari non bancari, sui quali tanto si discute da alcuni anni, appaiono destinati — l'A. lo dice tra le righe — ad essere prima o poi devalizzati dalla capacità delle banche di assumerne in proprio le funzioni.

Questo disegno interpretativo poggia su tre direttrici di ragionamento, relative — rispettivamente — alla funzione monetaria delle banche, alla loro funzione creditizia, alle modalità di finanziamento dello Stato. Ripercorriamole per sommi capi.

1) *Funzione monetaria delle banche*. Stante da tempo immemorabile l'intento delle autorità di governo di dotare il sistema economico di mezzi di pagamento adeguati alle esigenze degli scambi, la soluzione storicamente ineluttabile, in base ad un principio di economia di costi e di massima effi-

cienza funzionale, fu quella delle banconote e della moneta-deposito circolante mediante assegni (il lento processo di sostituzione della moneta-merce con moneta-carta esprime, a parere dell'A., una legge di variazione dei generi monetari, « di cui la legge di Gresham rappresenta soltanto un'enunciazione particolare » - p. 13). Di qui l'azione protettiva esercitata a più riprese dai pubblici poteri in favore dapprima delle banche d'emissione, e poi anche delle banche di deposito, ogniqualvolta la loro solvibilità fosse posta in pericolo: la salvaguardia della moneta implicava la salvaguardia a qualunque costo degli istituti emittenti, cosicché l'insieme delle banche di deposito giunse praticamente a fruire di una garanzia quasi incondizionata di stabilità, per esigenze di pubblico interesse (o meglio, di ordine pubblico), divenendo colonna portante dell'intero sistema creditizio. Circa il meccanismo di funzionamento di siffatto sistema monetario, l'A. rileva come il congegno creditizio che dà origine alla moneta-deposito debba essere attivato solo in connessione con l'esercizio di prestiti a breve, rimborsabili con i proventi correnti delle aziende beneficiarie, per non sottoporre a rischi eccessivi la posizione di liquidità delle banche medesime.

2) *Funzione creditizia delle banche.* La funzione creditizia compatibile con la funzione monetaria è quella propria della banca pura, a tipica « vocazione monetaria », che poté radicarsi in Inghilterra, ove il fabbisogno finanziario a non breve scadenza delle imprese trovava adeguata copertura sia nella disponibilità di rilevanti autofi-

nanziamenti sia nel ricorso a istituti creditizi, diversi dalle banche di deposito e quindi non svolgenti funzioni monetarie, che l'ormai evoluto sistema finanziario britannico annoverava come organismi specializzati nella funzione di mobilitazione del risparmio dalle unità in *surplus* (famiglie) alle unità in *deficit* (imprese). Ben diversa era la situazione dei paesi dell'Europa continentale, i quali si presentavano pressoché totalmente sprovvisti sia di istituti svolgenti funzioni monetarie sia di istituti operanti il trasferimento finanziario del risparmio, proprio nella fase di decollo dell'industrializzazione. Fu così che le due funzioni si svilupparono in seno ad un unico istituto — pur sempre banca di deposito, ma nel suo insieme « banca mista » — caratterizzato da una coordinazione gestionale anomala rispetto ai canoni della dottrina bancaria inglese. Anche questo processo concorse ad accrescere la posizione di preminenza che le banche di deposito hanno nel sistema creditizio.

3) *Modalità di finanziamento dello Stato.* Ulteriore impulso al potenziamento delle banche di deposito è derivato, nel corso del tempo, dal mutato atteggiamento assunto dai pubblici poteri con riguardo alle finalità del bilancio pubblico ed ai suoi principi di gestione. Abbandonata l'idea che la spesa pubblica dovesse essere circoscritta alle sole disponibilità fornite dai proventi fiscali, il Tesoro ha proceduto ovunque all'emissione di un crescente debito pubblico, in buona parte collocato presso la Banca centrale e le banche di deposito. L'assunzione in portafoglio di titoli pubblici da

parte della Banca centrale è fattore di espansione della cosiddetta base monetaria e, quindi, di sviluppo delle banche di deposito; mentre l'assunzione in portafoglio dei titoli pubblici da parte delle banche di deposito, stante l'esigenza del Tesoro di salvaguardare il mercato dei propri titoli dalle eccessive variazioni di corsi e di rendimenti, è fattore di liquidità e di stabilità economica per le banche stesse. In particolare, i rinnovati indirizzi di intervento finanziario dei pubblici poteri recano vantaggio alle banche di maggiori dimensioni, anche in relazione ai servizi di tesoreria ad esse generalmente affidate dagli enti pubblici, con conseguente tendenza alla concentrazione del sistema bancario.

Le direttrici richiamate convergono, dunque, nel senso di accentuare l'importanza delle banche di deposito. In questa ottica anche gli « intermediari finanziari non bancari » (meglio sarebbe, secondo noi, chiamarli intermediari creditizi non monetari) esplicano una azione di stimolo, più che di freno, dell'espansione del sistema delle banche di deposito, « facendolo evolvere da semplice infrastruttura monetaria e creditizia a settore professionalmente specializzato nella prestazione di servizi finanziari ed anche extrafinanziari, secondo razionali principi di gestione, e orientato alla massimizzazione della propria produttività » (p. 103).

La tesi è stimolante, e offre molti spunti di riflessione. Manca però il sostegno di un'adeguata documentazione storica e statistica (non del tutto ovvia) che valga a convalidarla.

ANTONIO PIN

RINO RICCI, *Mercato del credito e programmazione economica*, Centro di studi e di ricerche economico-sociali, Unione regionale delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura della Toscana, Firenze, 1974, pagg. 120.

In una delle sue relazioni di bilancio, precisamente quella per il 1962, Raffaele Mattioli osservava che la programmazione economica era, per il momento, soltanto un *figmentum cogitationis*. Da allora le cose non sono molto cambiate, anche se si è passati dall'esercitazione di pensiero all'esercitazione scritta, compendiata in vari documenti ufficiali.

Il Ricci, dopo avere riaffermato la necessità di una programmazione « indicativa », fondata sulla democratica « contrattazione » delle diverse parti sociali, ed aliena da impostazioni dirigistiche e collettivistiche, rileva che i richiamati documenti ufficiali tralasciano pressoché totalmente di considerare il contributo che alla politica di piano possono dare gli istituti di credito, ai quali invece andrebbe assegnata la funzione di « strumenti » della programmazione.

Così come oggi operano, però, i nostri istituti creditizi sarebbero affetti da una « malformazione congenita »: lasciati come sono a briglia sciolta (anche quelli a soggetto economico pubblico), si limitano ad attuare una distribuzione *neutrale* ed *agnostica* di credito, garantito da « cose », incapaci di incanalare il pubblico risparmio verso gli investimenti più proficui per la collettività ed atti, tutt'al più, a « seguire » lo

sviluppo economico, piuttosto che guidarlo, condizionarlo e sollecitarlo. Cionondimeno una radicale riorganizzazione del settore, in grado di far sì che le banche «conformino costantemente i propri indirizzi di gestione a quelli seguiti dalle autorità centrali» — il che, «si badi bene, non implicherebbe *a priori* la soppressione dell'iniziativa delle singole banche» — sarebbe pienamente fattibile ed oltremodo auspicabile.

I passi da compiere per giungere ad una idonea programmazione del credito dovrebbero essere orientati in più direzioni: occorrerebbe valorizzare quanto più possibile il mercato mobiliare, e in particolare la borsa valori, in modo da ricondurre l'attività bancaria alle proprie funzioni istituzionali, ferma restando la separazione tra gli organismi creditizi a breve e quelli a medio e lungo termine; occorrerebbe procedere ad uno sfoltoimento del sistema bancario, mediante un graduale processo di concentrazione che elimini le aziende marginali; occorrerebbe favorire la concorrenza nel mercato del credito solo nei limiti in cui essa sia «ammisibile anche socialmente» (non sarebbe da scartare l'idea di un accordo interbancario che stabilisse per i prestiti tassi massimi, anziché tassi minimi come avviene attualmente); in favore delle imprese minori bisognerebbe poi procedere alla creazione di organismi finanziari *ad hoc*, anche a carattere regionale o interregionale, come i consorzi fidi e le finanziarie promosse dai pubblici poteri (Stato e Regioni).

In aggiunta alle proposte ora elen-

cate, l'A. indica un'altra direttrice d'intervento, ritenuta prioritaria e particolarmente efficace: stante la natura pubblica di numerose aziende del nostro sistema bancario, «lo Stato potrebbe dare il via ad una programmazione graduale del credito, proprio coordinando e influenzando sulla direzione da dare agli impieghi delle banche dallo stesso direttamente o indirettamente controllate» (p. 100). Tali banche dovrebbero «porsi a servizio della programmazione economica nazionale, dichiarandosi disposte *a priori* a concedere più o meno credito a questo o a quel settore dell'attività produttiva, secondo gli indirizzi del piano» (p. 103). E qualora le direttive statali in questione comportassero squilibri nel conto economico aziendale, ciascuna «banca dovrebbe poter sempre chiedere allo Stato o alla Regione una "integrazione" sotto forma di sovvenzione, per la scelta realizzata non in regime di stretta economicità aziendale» (p. 103). L'intesa potrebbe essere addirittura formalizzata tra lo Stato e «le banche coinvolte nel processo di politica economica» con la stipulazione di «una sorta di "convenzione" che, ad un tempo, è garanzia per lo Stato, per la realizzazione degli investimenti programmati, e per le banche, con riferimento ai loro conti economici» (p. 104).

Con ciò, l'A. rende esplicito il significato di un'affermazione precedentemente espressa nel corso della trattazione, secondo cui «la determinazione degli obiettivi che il sistema bancario deve conseguire nell'interesse pubblico costituisce un problema es-

senzialmente politico e, pertanto, logicamente insolubile sul piano economico» (p. 63).

Riassunto, in una sintesi che lo riprende qua e là quasi *ad litteram*, il saggio del Ricci, desideriamo esprimere alcune perplessità circa le tesi in esso sostenute.

Il nostro dissenso poggia su due ordini di presupposti: il primo relativo ad una diversa valutazione dell'attuale realtà bancaria italiana; il secondo relativo ad una diversa concezione della banca e delle sue funzioni in un'economia mista, come la nostra.

Non ci sentiamo anzitutto di condividere un giudizio tanto negativo, qual'è quello dato dal Ricci, sulle capacità professionali e sulla sensibilità sociale dei nostri dirigenti bancari; vi sono certamente banche che applicano i principi gestionali propri di un monte di pietà, facendo credito alle cose e non a prospettive di affermazione o di sviluppo imprenditoriale, ma si tratta certamente di una minoranza. Altrimenti non si spiegherebbe lo sviluppo produttivo avvenuto in questo dopoguerra, a prescindere dalle prove di preparazione teorica, di consapevolezza dei problemi economici, di lungimiranza e di responsabilità sociale lasciate per iscritto — sia nelle ricorrenti relazioni di bilancio sia in varie pubblicazioni — da numerosi banchieri, taluni dei quali ricordati nella stessa bibliografia del saggio in esame.

Passando al secondo presupposto, è per noi inammissibile che una banca rinunci alla propria discrezionalità di

giudizio circa l'accoglimento o meno di una richiesta di prestito della clientela, barattando questa rinuncia con la garanzia a proprio favore di una sanatoria patrimoniale ed economica in caso di dissesto. Nell'ordinamento attuale, buona parte dei fondi affidati alle banche vengono da queste rimessi alle pubbliche autorità, in forza della riserva obbligatoria e di altri vincoli, ma rimane fermo il principio che le singole banche sono detentrici esclusive della facoltà di accogliere o rifiutare un prestito. Se anche questa circoscritta sfera di autonomia dovesse essere rimessa ai pubblici poteri, allora non avrebbe più senso parlare di tecnica dei fidi e di economia aziendale per le banche, rientrando esse nel quadro della pubblica amministrazione e quindi sotto il dominio della scienza delle finanze.

Con ciò, non vogliamo minimamente disconoscere il contributo che le banche possono dare alla programmazione economica pur restando «aziende» di credito, ma — riportandoci alla relazione di bilancio richiamata all'inizio della presente nota di recensione — condividiamo il parere che «in qualunque modo la programmazione nasca, e comunque si voglia qualificarla, essa, in un'economia mista come la nostra, si risolve necessariamente nella salvaguardia del profitto», sia delle imprese di produzione sia delle banche. A meno che per economia mista non si intenda economia collettivizzata, nel qual caso il discorso è tutt'altro.

ANTONIO PIN

Publicazioni ricevute

ASSOCIAZIONE NAZIONALE COSTRUTTORI EDILI: *Le dichiarazioni del Presidente dell'ANCE e l'intervento del Presidente della Confindustria all'Assemblea delle Associazioni aderenti*. Roma, 15 novembre 1974, pagg. 41.

ASSOCIAZIONE NAZIONALE COSTRUTTORI EDILI: *Relazione del direttivo all'Assemblea delle Associazioni aderenti*. Roma, 15 novembre 1974, pagg. 501.

ASSOCIAZIONE NAZIONALE COSTRUTTORI EDILI: *L'industria delle costruzioni nel 1973*. Allegato alla relazione del direttivo all'Assemblea delle Associazioni aderenti. Roma, 15 novembre 1974, pagg. 115.

BARCA, LUCIANO; BOTTA, FRANCO; ZEVI, ALBERTO: *I comunisti e l'economia italiana 1944-1974. Antologia di scritti e documenti*. De Donato Editore S.p.A., Bari, 1975, pagg. 446.

[Gli scritti e i documenti raccolti in forma antologica sono ordinati per periodi e quadrati da note introduttive di F. Botta e A. Zevi.

Il saggio preliminare di L. Barca inquadra questi documenti nella realtà dei problemi economici italiani del dopoguerra, dalla ricostruzione al decollo, dal boom economico dei primi anni « sessanta » alla crisi degli anni « settanta ».]

Bilancia dei pagamenti e sistema monetario internazionale. Saggi raccolti a cura di Francesco Masera. Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1975, pagine 170. « Pubblicazioni della Libera Università Internazionale degli Studi Sociali. Roma » « Studi Economici 2 ».

[I saggi raccolti nel volume vertono in particolare sui seguenti temi: « Bilancia dei pagamenti: Definizione — Processo di aggiustamento — Movimento di capitali » (FRANCESCO MASERA); « La bilancia dei pagamenti italiana: Aspetti metodologici ed evoluzione nel 1972 » — « Nota metodologica sul calcolo del tasso di svalutazione o rivalutazione di una moneta » (CARLO SANTINI); « Il commercio estero italiano nel 1972 » — « Funzioni di esportazione e importazione dell'Italia » (MASSIMO ROCCAS); « Movimenti di capitali e mercati internazionali delle valute » (PAOLO SAVONA); « I movimenti di capitali dell'Italia sotto

l'aspetto della disciplina valutaria vigente e loro caratteristiche evolutive nel recente passato » (ANTONELLO BIAGOLI); « Alcune considerazioni in tema di unione economica e monetaria europea » (ERCOLE TUCCIMEI); « Alcune considerazioni sulla riforma del sistema monetario internazionale » (SILVANO MONTANARO).]

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA: *Economia Industriale 1974*. Editore S.I.P.I., Roma, 1975, pagg. 181.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA: *Relazione generale 1975*. Editore S.I.P.I., Roma, 1975, pagg. 52.

CONFEDERAZIONE GENERALE DELL'INDUSTRIA ITALIANA: *Relazione sull'attività confederale. Assemblea Generale 1975*. Editore S.I.P.I., Roma, 1975, pagg. 383.

CREDITO FONDIARIO S.p.A.: *Del mercato edilizio nel triennio '72-'74. Dinamica dell'offerta. Indagine in 16 importanti città*. Roma, 1975, pagg. 691.

FABRIZI, PIER LUIGI: *Il Credito al Consumo*. Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1975, pagg. 146. « Istituto di Economia Aziendale dell'Università Commerciale "L. Bocconi", Serie VIII, N. 18 ».

[L'Autore dopo aver analizzato le caratteristiche strutturali di questa particolare forma di credito si sofferma sui suoi aspetti funzionali (credito bancario diretto-indiretto e valutazione dei prestiti bancari diretti al consumo). Nella parte conclusiva, dedicata al controllo del credito al consumo, si auspica l'emanazione di una disciplina specifica che si avvalga di strumenti operativamente immediati.]

INGRAO, BRUNA: *Impresa e piano in Unione Sovietica 1933-1953*. De Donato Editore S.p.A., Bari, 1975, pagg. 236.

ISTITUTO CENTRALE DI STATISTICA: *Il capitale fisso riproducibile delle attività industriali, Anni 1951-1972*. Roma, marzo 1975, pagg. 99. « Note e Relazioni N. 52 ».

ORTOMERCATO S.p.A.: *I mercati all'ingrosso in una moderna struttura commerciale*. Milano, 1974, pagg. 99.

PASCA, ROBERTO: *Impresa e programmazione lineare in agricoltura. Introduzione all'analisi teorica ed applicativa*. Cooperativa editrice Economia e Commercio, Napoli, 1975, pagg. 332.

Politiche sociali, attività formative e gestione del territorio. Primo approccio a nuove metodologie d'intervento nel Mezzogiorno. Roma, 1974, pagg. 220.
« Centro di Formazione e Studi per il Mezzogiorno ». « Ricerche e Studi Formez 13 ».

[Atti del Seminario di studio organizzato dal Formez a Roma il 14 e il 15 dicembre 1973 sul tema « Politiche sociali, attività formative e gestione del territorio ».]

Rendiconti del Comitato Veneto per il potenziamento degli studi economici e per la programmazione. A cura di G. Franco. Vol. X. Edizioni Canova, Treviso, 1975, pagg. 213.

[La silloge comprende i seguenti studi: « Sulla soluzione in forma esplicita di una classe di problemi di ripartizione » (GIOVANNI CASTELLANI); « Un algoritmo sequenziale per la soluzione di un particolare problema di programmazione matematica » (CLAUDIO MASSARIA); « Stima della probabilità di un evento mediante campionamento inverso sulle due alternative » (ALIGHIERO NADDEO); « Un programma lineare per la produzione degli articoli di una eventuale commessa » (RENATO FONSO); « Analisi statistica comparata degli andamenti del livello marino medio mensile a Venezia e a Porto Corsini » (DOMENICO SARTORE).]

Studi in memoria di Antonio Pesenti. Pacini Editore, Pisa, 1975, pagg. 408.
« Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Pisa 60 ».

[I 14 contributi di autori italiani, preceduti da due commemorazioni di A. Pesenti e da una bibliografia delle sue opere, vertono su diversi temi, tra i quali: politica finanziaria e Mezzogiorno (A. AMATO); imposte sul reddito e sui profitti (G. CAMPA); teoria ricardiana della distribuzione e dello sviluppo (C. CASAROSA); imposizione delle persone giuridiche (C. COSCIANI); prezzi, impieghi sociali del reddito e spesa pubblica (F. FORTE); contenzioso tributario (G. MICHELI); teoria dell'interesse (G. NICCOBEMI); teoria del profitto (G. PIZZANELLI); sicurezza sociale (F. REVIGLIO).]

Territorio (II) nelle politiche per il Mezzogiorno. Linee di individuazione del rapporto territorio/Mezzogiorno fra il 1950 ed oggi. Ricerca a cura del Gruppo di Progettazione « Il Politecnico ». Roma, 1974, pagg. 142. « Centro di Formazione e Studi per il Mezzogiorno ». « Ricerche e Studi Formez 12 ».

TREZZA, BRUNO: *Economia e moneta. Una riformulazione integrale della macroeconomia.* Il Mulino, Bologna, 1975, pagg. 237.

[L'opera elabora un approccio diverso da quello tradizionale, mirando a superare le difficoltà derivanti, secondo l'A., dal modo con cui viene trattata la moneta.

Dopo aver definito l'« economia monetaria », l'Autore costruisce una teoria della formazione del reddito nazionale, dell'inflazione e della crescita. Nel far ciò chiarisce e illustra alcune fondamentali caratteristiche del sistema capitalistico, caratteristiche connesse alla relazione esistente tra sistema produttivo, mercato di beni e del lavoro e determinazione del reddito nazionale.]