

# Note sulla specializzazione degli intermediari finanziari in Italia

## I. Introduzione

Se ci si sofferma a considerare la storia finanziaria italiana degli ultimi tre lustri, non si può non rimanere interdetti di fronte al singolare contrasto tra la relativa fissità dell'assetto istituzionale degli intermediari finanziari da un lato, e la profonda evoluzione subita dagli strumenti della politica monetaria e dalla stessa composizione dei flussi creditizi dall'altro. E' questo un campo nel quale l'intreccio tra problemi strutturali e congiunturali si è rivelato forse più stretto che altrove, e dove d'altro canto i mutamenti sono intervenuti in modo assai rapido. Queste considerazioni ci sembrano giustificare un momento di riflessione intorno ad alcuni dei tratti salienti dell'attività di intermediazione finanziaria quale viene svolta in Italia.

Chi non abbia familiarità con il fenomeno può trovare qualche difficoltà nel rinvenire la coerenza tra l'attività di trasformazione delle caratteristiche dei fondi intermediati posta in essere dagli intermediari finanziari ed il principio della loro specializzazione al quale è ispirata la vigente legislazione bancaria. Per trasformazione del credito intendiamo l'attività attraverso la quale gli intermediari finanziari (ma soprattutto le banche), nella loro funzione di collegamento tra settori eccedentari e settori deficitari, modificano una o più delle caratteristiche che contraddistinguono le attività finanziarie (in termini di scadenza, rischio, liquidità, etc.) che esse acquistano, così da porsi in grado di offrire agli operatori che domandano credito attività finanziarie sostanzialmente diverse.

Per specializzazione degli intermediari finanziari intendiamo per contro il principio secondo il quale la natura delle attività finanziarie acquistate e vendute da ciascun tipo di intermediari debba essere sostanzialmente la stessa, in modo da minimizzare i rischi

connessi con una situazione nella quale non vi sia coincidenza tra le attività che figurano nel passivo del bilancio dell'istituzione considerata e quelle scritturate nell'attivo.

Un certo grado di trasformazione del credito è inevitabile in un sistema economico nel quale i prenditori del credito e coloro i quali hanno disponibilità monetarie non abbiano bisogni e preferenze perfettamente coincidenti. D'altro canto il principio della specializzazione degli intermediari finanziari è da gran tempo considerato — particolarmente in Italia — uno dei canoni fondamentali di una « sana » gestione finanziaria, tanto da ispirare le legislazioni bancarie di numerosi paesi tra i quali il nostro.

Non è nostra intenzione, al momento, di approfondire ulteriormente il problema, che pure esiste e ci sembra rilevante. Quel che ci proponiamo di fare, più semplicemente, è di esaminare alcuni aspetti dell'evoluzione recente dell'attività degli intermediari finanziari in Italia, e di verificare il punto in cui ci troviamo. Alcune osservazioni circa i problemi che sorgono dalla presente situazione chiuderanno il lavoro.

## II. Crescente necessità di trasformazione del credito

Coerentemente con una tendenza statisticamente rilevata di recente, che sembra essere comune sia ai paesi industrializzati sia a quelli in via di sviluppo, il processo di crescita dell'economia italiana è stato accompagnato da un ancor più rapido incremento dell'attività degli intermediari finanziari. Ciò può in certa misura essere considerato un riflesso della crescente dissociazione tra attività di risparmio e di investimento tipica dei sistemi economici più evoluti, che si è manifestata nel nostro paese soprattutto a partire dall'inizio degli anni « sessanta ».

Tenuto conto della difficoltà di rappresentare in modo al tempo stesso esauriente e sintetico un fenomeno così complesso, alcuni semplici dati statistici possono essere qui richiamati al fine di meglio chiarire il punto. Il rapporto tra le attività finanziarie dell'economia e il prodotto nazionale lordo, ovvero tra le medesime attività e il prodotto lordo del settore privato, presenta, negli anni compresi tra il 1959 ed il 1974, oscillazioni piuttosto ampie (tab. 1), senza che sia dato di individuare una ben definita tendenza all'accrescimento.

TABELLA 1

ATTIVITA' E PASSIVITA' DELL'ECONOMIA: RAPPORTI CON IL REDDITO NAZIONALE (RNL) E COL PRODOTTO LORDO DEL SETTORE PRIVATO (PIL)

Anno	Rapporti tra le attività finanziarie e:		Rapporti tra i finanziamenti complessivi e:	
	RNL	PIL	RNL	PIL
1959	1,49	1,69	1,12	1,27
1962	1,55	1,76	1,22	1,38
1965	1,38	1,59	1,06	1,22
1968	1,46	1,68	1,07	1,23
1971	1,48	1,70	1,06	1,22
1974	1,45	1,69	1,11	1,30

Questo dato sembrerebbe a prima vista smentire la nostra precedente affermazione circa l'incremento dell'attività degli intermediari finanziari. Il contrasto è tuttavia solo apparente. Se si passa ad esaminare la tab. 2 si può riscontrare quali profondi mutamenti siano intervenuti, negli stessi anni, nella composizione delle attività finanziarie dell'economia italiana. Il dato più rilevante è che il rapporto tra le attività liquide e il totale delle attività finanziarie sull'interno è aumentato in misura davvero notevole, passando dal 43 al 70 per cento circa, ciò che dimostra la crescente preferenza degli operatori verso attività finanziarie suscettibili di essere rapidamente

TABELLA 2

STRUTTURA DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE DELL'ECONOMIA

Anno	In miliardi di lire				In composizione percentuale		
	(1)	Attività liquide (2)	Obbligazioni (3)	Azioni (4)	Attività liquide (2):(1)	Obbligazioni (3):(1)	Azioni (4):(1)
1959	30.048	12.928	2.900	12.576	43,0	9,7	41,9
1962	42.302	19.963	4.374	15.479	47,2	10,3	36,6
1965	50.890	28.079	5.857	13.187	55,2	11,5	25,9
1968	69.112	40.356	9.827	13.032	58,4	12,2	18,9
1971	93.355	59.594	13.553	11.612	63,8	14,5	12,4
1974	140.567	98.868	15.478	13.070	70,3	11,0	9,3

smobilizzate senza incorrere in perdite in conto capitale. A fronte di tale fenomeno sta la drastica riduzione del peso relativo dei titoli azionari che passano dal 42 al 9 per cento circa.

I dati riportati sopra rappresentano ovviamente l'evoluzione, nel periodo considerato, della domanda di attività finanziarie da parte degli operatori. Il confronto con la parallela evoluzione dell'offerta delle stesse attività, cioè delle diverse forme di indebitamento attraverso le quali sono stati finanziati i settori deficitari, è ai nostri fini di estremo interesse. Dalla tab. 3 risulta infatti che il rapporto tra l'indebitamento a breve e il totale dei finanziamenti interni all'economia è bensì aumentato dal 23 al 40 per cento circa, ma che il rapporto tra l'indebitamento a medio e lungo termine e il totale medesimo è cresciuto in misura ancor più rilevante, passando dal 19 al 43 per cento circa. Di nuovo, si nota la caduta verticale dei titoli azionari e delle partecipazioni il cui rapporto sul totale diminuisce, sempre negli anni compresi tra il 1959 ed il 1974, dal 58 al 17 per cento circa.

TABELLA 3

## STRUTTURA DEI FINANZIAMENTI ALL'INTERNO DELL'ECONOMIA

Anno	In miliardi di lire				In composizione percentuale		
	(1)	A breve termine (2)	A lungo termine (3)	Azioni (4)	A breve termine (2):(1)	A lungo termine (3):(1)	Azioni (4):(1)
1959	22.610	5.228	4.363	13.019	23,1	19,3	57,6
1962	33.260	9.411	7.657	16.192	28,3	23,0	48,7
1965	38.951	12.213	12.561	14.177	31,4	32,2	36,4
1968	50.644	17.401	18.650	14.593	34,4	36,8	28,8
1971	66.718	24.344	28.311	14.063	36,5	42,4	21,1
1974	98.795	39.299	42.837	17.259	39,8	42,8	17,4

Il compito di rendere compatibili simili andamenti della domanda e dell'offerta non poteva che essere assunto dagli intermediari finanziari, i quali lo hanno assolto attraverso un crescente volume di quella che abbiamo chiamato attività di trasformazione delle attività finanziarie, in particolare delle loro scadenze. Sembra lecito supporre che la spinta a intraprendere e a sviluppare un'attività di questo tipo provenga agli intermediari anche dai prenditori del credito, attraverso la domanda di strumenti finanziari a lungo ter-

mine con i quali finanziare gli investimenti. In Italia, come è noto, la domanda di questo tipo di attività ha avuto come protagonisti le imprese, il cui *leverage* è cresciuto dal 37 per cento, qual'era nel 1962, al 48 per cento nel 1974, ed il settore pubblico i cui bisogni finanziari hanno determinato un accresciuto ricorso al mercato dei capitali.

Non è nostro intendimento, in questa sede, ricercare le cause ultime di tale evoluzione, né stabilire se la crescente quota dell'indebitamento a medio e lungo termine dei settori deficitari si sia tradotta in un «soddisfacente» saggio di sviluppo dell'economia. Concentrando la nostra attenzione sul modo in cui gli intermediari finanziari italiani hanno conciliato i divergenti andamenti della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari, osserviamo anzitutto che in linea di principio, il crescente grado di trasformazione svolto dal sistema finanziario nel suo complesso avrebbe potuto verificarsi sia come trasformazione «diretta», cioè posta in essere da un solo tipo di intermediari finanziari, sia come trasformazione «indiretta», vale a dire attraverso l'intervento congiunto di tipi diversi di intermediari. In Italia, nel periodo considerato, il fenomeno ha avuto luogo prevalentemente sotto forma di trasformazione indiretta, vale a dire con l'intervento sia delle banche sia degli istituti di credito speciale. E' da ritenere che questo risultato sia stato determinato non solo dalla spinta delle forze di mercato, ma anche dai vincoli istituzionali impliciti nella vigente legislazione bancaria.

### III. Vincoli istituzionali

I dati riportati in precedenza delineano i tratti salienti di un paese il quale, dal punto di vista finanziario, ha subito in appena tre lustri una radicale trasformazione. E' abbastanza interessante rilevare come ciò sia potuto accadere, in così breve tempo, senza che la legislazione bancaria, il cui nucleo centrale è tuttora costituito dalla legge del 1936, abbia subito modificazioni di sorta. Soprattutto, nonostante il gran discorrere che se ne è fatto, è rimasta intatta, almeno formalmente, la chiave di volta della struttura creditizia italiana: l'apparentemente rigida separazione tra il settore del credito a breve e quello del credito a medio e lungo termine. Come è noto, questo principio non è mai enunciato esplicitamente nella legge bancaria; la gran parte degli interpreti ritiene peraltro possibile farlo derivare dalla netta separazione (anche qui, formale) delle norme concernenti le

aziende di credito che raccolgono depositi, da quelle riguardanti gli istituti di credito speciale, la cui principale fonte di provvista è rappresentata dall'emissione di titoli a reddito fisso.

A dispetto di quella specie di liturgia con la quale si è soliti trattare dell'argomento, occorre ammettere esplicitamente che in un sistema finanziario quale quello italiano non può sussistere un'effettiva separazione tra i due settori se non vi sia coincidenza di bisogni e di preferenze tra risparmiatori ed investitori. Il fatto che il settore del credito a breve e quello del credito a medio e lungo termine siano in Italia in qualche modo collegati, e che anzi siffatto collegamento si sia venuto facendo sempre più stretto, sembra essere dimostrato dalle poche cifre riportate in precedenza. Vedremo meglio nel seguito i modi e le forme con cui il fenomeno ha avuto luogo.

A questo scopo esamineremo dapprima l'evoluzione di quella che abbiamo chiamato trasformazione diretta, svolta cioè da un solo tipo di intermediari finanziari senza dar luogo a fenomeni di doppia (o comunque multipla) intermediazione. Passeremo, quindi, a considerare l'evoluzione della trasformazione indiretta, implicante relazioni creditizie tra aziende di credito ed istituti di credito speciale.

#### IV. Trasformazione diretta

Per analizzare la trasformazione diretta operata dalle aziende di credito è sufficiente, in prima approssimazione, esaminare la composizione dell'attivo dei bilanci delle banche. Dal lato del passivo, infatti, non sembrano essersi prodotte modificazioni radicali, essendo rimasta la raccolta di depositi la quasi esclusiva fonte di provvista delle aziende di credito; inoltre, la composizione alquanto diversa delle passività, tra depositi a risparmio ed in conto corrente, sembra rafforzare le conclusioni che emergono dall'analisi della composizione dell'attivo.

Nell'esaminare l'attivo dei bilanci bancari è necessario tenere presente che, sebbene sorta sul principio della specializzazione degli intermediari finanziari, la legislazione bancaria italiana consente a talune istituzioni una certa elasticità. In particolare:

a) le Casse di risparmio, alle quali si applicano le norme dello specifico T.U., possono, entro certi limiti, concedere crediti la cui scadenza eccede il breve termine (18 mesi);

b) le Banche popolari e le aziende di credito ordinario costituite sotto la forma giuridica di società per azioni sono state abilitate, con un provvedimento amministrativo del 1972, ad esercitare il credito a medio termine (60 mesi) entro un massimo dell'8-10 per cento dei loro depositi. Tale concessione non rappresentò di fatto quella innovazione che potrebbe sembrare a prima vista, ma costituì forse il riconoscimento formale, da parte delle autorità creditizie, del fatto che queste categorie di banche già operavano nel settore del credito a medio termine, sia pure su autorizzazione concessa di volta in volta, per ciascuna singola operazione, dalla Banca d'Italia.

Ciò posto, un modo per valutare l'evoluzione dell'attività di trasformazione delle scadenze svolta dalle banche, consiste nel misurare il peso relativo delle attività a medio e lungo termine rappresentanti crediti concessi ad imprese ed istituzioni non finanziarie, sul totale dei crediti. Nel settore non finanziario includiamo non solo lo Stato, ma anche le istituzioni finanziarie da questo controllate, che raccolgono fondi per conto del Tesoro emettendo titoli obbligazionari.

Nella tab. 4 sono riportati alcuni dati rilevanti ai fini del nostro discorso. Essi consentono di notare anzitutto la decrescente importanza dei prestiti a breve termine che tra il 1959 e il 1974 scendono dal 73,5 per cento al 59 per cento circa. Siffatto andamento spiega la parallela diminuzione del rapporto tra il totale dei prestiti e il totale dei crediti (prestiti + titoli obbligazionari), il quale decresce dall'82 al 67 per cento circa.

Se si considerano poi i prestiti a medio e lungo termine ed i titoli obbligazionari emessi da istituzioni non finanziarie, si osserva che i primi seguono sino al 1971 un *trend* lievemente crescente per poi cadere nel 1974 ad un valore analogo a quello del 1959, mentre l'importanza relativa dei secondi tende a decrescere alquanto. Prese assieme, le due categorie di crediti mantengono sino al 1971 una tendenza moderatamente crescente per poi segnare, nel 1974, un valore nettamente inferiore a quello di partenza. A dire il vero, se si hanno presenti le vicende congiunturali attraversate dal nostro sistema economico nel 1974 — enorme disavanzo della bilancia dei pagamenti, stretta creditizia, ascesa dei tassi d'interesse — si ha motivo di porre in dubbio la « rappresentatività » dei dati relativi a quell'anno poco felice ai fini della presente analisi. Ci sembra quindi possibile avanzare l'ipotesi che quelle vicende congiunturali abbiano determinato, per le voci « impieghi a medio e lungo termine » e « obbliga-

## CREDITI BANCARI

TABELLA 4

Anno	Impieghi a breve	Impieghi a medio e lungo	Totale impieghi	Titoli emessi da istituzioni non finanziarie	Totale (2)+(4)	Titoli emessi da intermediari finanziari	Totale crediti (3)+(4)+(6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(in miliardi di lire)							
1959	5.361	613	5.974	960	1.573	361	7.295
1962	9.636	986	10.622	1.270	2.256	1.040	12.932
1965	12.400	1.755	14.155	2.357	4.112	1.820	18.332
1968	18.042	2.652	20.694	4.916	7.568	3.144	28.754
1971	25.707	4.878	30.585	7.133	12.011	5.210	42.928
1974	45.378	6.668	52.046	10.664	17.332	14.673	77.383
(in percentuale dei crediti)							
1959	73,5	8,4	81,9	13,2	21,6	4,9	100
1962	74,5	7,6	82,1	9,8	17,4	8,1	100
1965	67,6	9,6	77,2	12,9	22,5	9,9	100
1968	62,8	9,2	72,0	17,1	26,3	10,9	100
1971	59,9	11,4	71,3	16,6	28,0	12,1	100
1974	58,7	8,6	67,3	13,8	22,4	18,9	100

zioni emesse da istituzioni non finanziarie», forti scostamenti dai rispettivi *trends* che le hanno caratterizzate negli ultimi tre lustri.

Trascurando quindi i dati relativi al 1974 per le due voci predette, possiamo concludere che l'attività di trasformazione diretta posta in essere dalle aziende di credito negli anni compresi tra il 1959 ed il 1971 è cresciuta in misura assai contenuta.

Quanto all'attività degli istituti di credito speciale, non essendo essi abilitati a raccogliere fondi a breve termine, la loro capacità di operare nel senso della trasformazione delle caratteristiche dei fondi è ovviamente assai limitata. Essendo in questa sede interessati alla trasformazione connessa alle possibili forme di collegamento tra i settori del breve e del medio-lungo termine, l'attività degli istituti di credito speciale non riveste per noi particolare interesse.

#### V. Trasformazione indiretta

Rivolgiamo ora la nostra attenzione al fenomeno della trasformazione indiretta, implicante l'instaurazione di rapporti creditizi tra istituzioni finanziarie di diverso tipo. A questo scopo i collegamenti

esistenti tra il sistema delle aziende di credito e quello degli istituti di credito speciale. In particolare, prenderemo in considerazione il più importante dei canali di collegamento tra i due tipi di istituzioni: quello che va dall'attivo dei bilanci bancari al passivo dei bilanci degli istituti di credito speciale.

La tab. 4 ci è ancora utile per chiarire il punto in discussione. Dalla colonna 6, nella quale sono esposti i valori dei titoli obbligazionari emessi da intermediari finanziari posseduti da aziende di credito, emerge che questa categoria di attività ha subito un impressionante incremento: il rapporto con il totale dei crediti bancari è cresciuto dal 6 al 24 per cento circa negli anni compresi tra il 1959 ed il 1974. Viene così confermato il risultato che si sarebbe potuto intuire dopo aver rilevato il declino della quota rappresentata dai prestiti a breve termine e la pressoché costante incidenza dei crediti vantati dalle banche nei confronti di istituzioni non finanziarie.

Si può quindi concludere che, per quanto riguarda il fenomeno della trasformazione indiretta delle scadenze, a differenza delle conclusioni raggiunte a proposito della trasformazione diretta, hanno avuto luogo importanti e profonde modificazioni. In particolare, nella misura in cui l'incidenza nei bilanci delle banche dei titoli obbligazionari emessi da istituzioni finanziarie possa essere assunta come indice dell'importanza dei collegamenti tra i due diversi tipi di intermediari finanziari, e quindi tra i settori del credito a breve da un lato e del medio-lungo termine dall'altro, è possibile ritenere che tali collegamenti si siano venuti progressivamente rafforzando nel corso degli ultimi tre lustri.

Tale conclusione deve peraltro essere ritenuta ancora provvisoria. Ciò che occorre per poterla dare come dimostrata è una verifica che può solo scaturire dall'analisi del passivo dei bilanci degli istituti di credito speciale. A questo fine si esaminino i dati riportati nelle tabb. 5 e 6.

Nella tab. 5 è rappresentata l'evoluzione, negli anni compresi tra il 1959 ed il 1974, delle diverse forme di raccolta di fondi da parte degli istituti di credito speciale. Anche un esame superficiale è sufficiente per rilevare come la gran parte delle disponibilità finanziarie degli istituti provenga dall'emissione di titoli obbligazionari: questi rappresentano oltre il 52 per cento del totale nel 1959 ed il 72 per cento nel 1974. Si è già accennato come gli anni che stiamo considerando abbiano visto lo Stato ricorrere in misura sempre più consistente al mercato finanziario; la prima colonna della tab. 5 conferma quanta

## PASSIVITA' DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

(composizione percentuale)

TABELLA 5

Anno	Obbligazioni		Depositi e Buoni fruttiferi (3)	Risconto (4)	C/e e altri finanziam. dalle az. di credito (5)	Fondi pubblici (6)	Prestiti in valuta (7)	Altre passività (8)	Totale (9)
	per conto del Tesoro (1)	altre (2)							
1959	6,58	45,90	5,76	5,90	8,55	14,06	4,00	9,25	100
1962	9,36	52,63	6,10	4,21	7,74	8,06	3,44	8,46	100
1965	13,66	54,28	6,29	2,59	6,40	5,74	4,15	6,89	100
1968	19,26	50,50	7,32	1,91	6,20	5,35	2,40	7,06	100
1971	22,29	49,19	7,18	1,40	4,89	4,40	3,92	6,73	100
1974	22,24	49,87	5,95	0,89	2,58	3,05	9,11	6,31	100

Fonte: *Relazione annuale* Banca d'Italia (varie annate).

## FONTI DI FINANZIAMENTO DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE

(composizione percentuale)

TABELLA 6

Anno	Privati e Imprese (1)	Banca d'Italia e UIC (2)	Aziende di credito (3)	Altre istituzioni creditizie (*) (4)	Settore pubblico (5)	Estero (6)	Totale (7)
1959	34,3	6,6	24,4	5,9	22,2	3,9	100
1962	35,9	6,6	29,4	5,9	18,8	3,4	100
1965	35,0	5,8	30,6	5,5	18,8	4,3	100
1968	40,6	3,5	34,5	5,4	13,5	2,5	100
1971	38,3	8,1	34,5	5,2	9,8	4,1	100
1974	24,7	12,7	41,7	6,0	5,6	9,3	100

(\*) Istituti di credito speciale e compagnie di assicurazione.

Fonte: *Relazione annuale* Banca d'Italia (varie annate).

parte dell'attività degli istituti di credito speciale si sia andata rivolgendo al soddisfacimento delle esigenze del Tesoro. L'incremento del peso relativo delle obbligazioni per conto del Tesoro « spiega » la gran parte dell'aumento dell'incidenza dell'emissione di titoli a reddito fisso sul totale del passivo degli istituti.

Quanto agli altri canali di provenienza, la loro importanza tende nel complesso a decrescere, come del resto è ovvio. Fanno eccezione a tale tendenza solo i depositi a risparmio (con scadenza superiore a

18 mesi) raccolti direttamente dagli istituti, che rimangono abbastanza stabili, ma sempre su valori ben al disotto del 10 per cento, ed i prestiti esteri la cui incidenza subisce anzi una brusca accelerazione nell'ultimo scorcio del periodo considerato.

Accertato che la principale fonte di raccolta dei fondi amministrati dagli istituti di credito speciale è costituita dall'emissione di titoli a reddito fisso, l'anello mancante per valutare il significato delle crescenti sottoscrizioni di obbligazioni da parte delle aziende di credito, e quindi l'importanza dei canali di collegamento tra il settore del credito a breve e quello a medio-lungo termine, è un'analisi del tipo di quella riportata nella tab. 6, nella quale è indicata la composizione percentuale, per settori di provenienza, dei fondi raccolti dagli istituti di credito speciale.

I dati coprono di nuovo un periodo di circa quindici anni e confermano le tendenze di fondo individuabili in base all'analisi svolta nelle pagine precedenti. I fondi trasmessi agli istituti di credito speciale da parte del pubblico e delle imprese (colonna 1) si mantengono stabili tra il 1959 e il 1965; segnano un massimo nel 1968 e decrescono poi rapidamente sino a rappresentare meno del 25 per cento del totale nel 1974. La politica di stabilizzazione dei tassi a lunga perseguita dalle autorità monetarie nell'ultimo scorcio degli anni « sessanta », il suo successivo abbandono e le tormentate vicende dell'economia italiana in questi ultimi anni sembrano i fattori che hanno determinato l'andamento suddetto.

Per contro, l'apporto di fondi da parte del sistema delle aziende di credito è crescente lungo tutto il periodo considerato. I fondi di provenienza bancaria rappresentavano il 24 per cento nel 1959 e quasi il 42 per cento nel 1974. Se si accoglie poi una nozione di sistema bancario comprendente anche la Banca d'Italia, si rileva come i fondi da esso apportati agli istituti di credito speciale siano passati dal 31 per cento del 1959 al 54 per cento del 1974. La brusca accelerazione che il fenomeno subisce a partire dal 1971 è naturalmente da mettere in relazione con le vicende dianzi richiamate e in particolare con l'imposizione, da parte delle autorità monetarie, di un vincolo di portafoglio a carico delle aziende di credito, introdotto nel giugno 1973 e rinnovato a più riprese sino ad oggi. A proposito di questi provvedimenti, è stato giustamente rilevato (1) come essi,

(1) M. MONTI (a cura di), *Tendenze monetarie*, Banca Commerciale Italiana, 29 agosto 1975, n. 20-21, pag. 11.

concepiti in funzione dell'obiettivo di salvaguardare gli investimenti fissi in un clima di tassi d'interesse crescenti, abbiano dato un ulteriore impulso al fenomeno della doppia intermediazione ed abbiano in definitiva contribuito ad appesantire vieppiù la struttura finanziaria italiana. E' peraltro da notare che i provvedimenti di vincolo di portafoglio sembrano aver prodotto effetti coerenti con la tendenza manifestatasi « spontaneamente » per oltre un decennio, come dimostrano i dati della colonna 3 della tab. 6. Si potrebbe anzi argomentare che, in ultima analisi, sia stato proprio il progressivo deteriorarsi della struttura finanziaria del paese ad imporre la necessità di ricorrere a misure coercitive, in un momento nel quale l'apporto di fondi da parte del pubblico e delle imprese diminuiva rapidamente, pena la completa paralisi del mercato finanziario. La mancata creazione di un ampio mercato monetario e la carenza di validi strumenti finanziari a disposizione del pubblico hanno probabilmente agito in questo senso in misura forse determinante.

Come che sia, rimane il fatto che i collegamenti che intercorrono tra le due grandi categorie di intermediari finanziari operanti in Italia si sono venuti progressivamente ampliando e rafforzando nel corso degli ultimi tre lustri. Il crescente volume di sottoscrizioni, da parte delle banche, di obbligazioni emesse da istituti di credito speciale, in connessione con la crescente domanda di fondi a lungo termine proveniente dall'economia, sembra poter essere interpretato come sintomo della circostanza che, in un certo senso, le aziende di credito italiane operano in qualità di « agenzie » di raccolta degli istituti di credito speciale i quali, a loro volta, dipendono necessariamente dalle banche per approvvigionarsi della gran parte dei fondi amministrati. L'integrazione funzionale tra le due categorie di intermediari difficilmente potrebbe essere più stretta.

## VI. Altri legami tra intermediari finanziari

Dopo aver così analizzato, sia pure in estrema sintesi, in che misura e in quali forme i fondi vengono trasmessi dal settore del credito a breve a quello a medio-lungo termine, si può chiedere se esistano, e quali siano, altri fattori che rafforzino l'integrazione tra sistema bancario ed istituti di credito speciale. Senza voler approfondire in questa sede l'argomento, occorre almeno accennare a due fattori che agiscono nella stessa direzione.

Il primo di essi, strettamente connesso con l'integrazione funzionale vista in precedenza, è di natura organizzativa. Gli istituti di credito speciale non possiedono in generale una propria organizzazione territoriale diffusa sul territorio nazionale. Per lo svolgimento della loro attività essi si avvalgono della rete di sportelli nei quali è articolato il sistema bancario italiano, e attraverso di essa si pongono in grado di raggiungere anche fisicamente gli operatori sparsi virtualmente in tutto il paese. Questo tipo di integrazione ha un'ovvia rilevanza ai fini di un'analisi dei costi del sistema finanziario italiano e quindi della sua efficienza. In questa sede ci limitiamo a richiamare il problema, che appare meritevole di un più approfondito esame.

Il secondo aspetto è costituito dalle partecipazioni delle aziende di credito al capitale degli istituti di credito speciale, attraverso le quali le prime potrebbero, in linea di principio, esercitare una più o meno stretta influenza sull'attività dei secondi. Da questo punto di vista, e limitandoci a considerare gli istituti di credito mobiliare, questi possono essere classificati in tre grandi categorie: quelli « direttamente » controllati da banche, quelli controllati solo « indirettamente », e infine quelli « non controllati » da aziende di credito. Fanno parte del primo gruppo le cosiddette « sezioni di credito speciale » coesistenti con alcune delle maggiori banche del sistema (specialmente Istituti di diritto pubblico) e quattro istituti di credito speciale il cui capitale è detenuto da una o più aziende di credito. Nel gruppo degli istituti controllati indirettamente possiamo classificare quelli il cui capitale è in larga parte nelle mani dello Stato, ma che vedono una o più banche detenere quote di minoranza. Nel terzo gruppo possiamo classificare gli istituti interamente e direttamente controllati dallo Stato per il tramite sia del Tesoro sia di altre istituzioni pubbliche. E' da notare che mentre gli istituti che compongono quest'ultimo gruppo furono costituiti assai prima dell'ultima guerra, i rimanenti sono di costituzione molto più recente. La loro nascita fu in qualche caso promossa da banche desiderose di ampliare, sia pure indirettamente, la gamma di servizi da offrire alla propria clientela, mentre in alcuni altri casi essi furono concepiti come strumenti per promuovere, spesso attraverso il credito agevolato, lo sviluppo di aree geografiche e di industrie che avrebbero altrimenti avuto difficile accesso al credito.

La rilevanza dei rapporti di partecipazione intercorrenti tra banche e istituti ci sembra consistere in ciò, che le prime potrebbero

verosimilmente accordare in modo sistematico una preferenza ai titoli emessi dagli istituti controllati, a parità di rendimenti, e forse anche in presenza di certi differenziali. Non disponiamo al momento dei dati necessari a verificare tale ipotesi, che ci sembra comunque meritare un'indagine *ad hoc*. A dimostrazione della fondatezza di questa nostra convinzione ci limitiamo a citare il fatto che nel decennio 1964-1974, nel corso del quale si è verificata la nota « esplosione » del mercato obbligazionario italiano, la quota di mercato (misurata sul totale dei prestiti concessi) degli istituti direttamente controllati da banche è cresciuta dal 18,2 al 24,7 per cento; quella degli istituti non controllati è diminuita dal 63,8 al 56,6 per cento, mentre quella degli istituti controllati indirettamente è rimasta sostanzialmente immutata.

## VII. Conclusioni

L'analisi svolta nelle pagine che precedono ci ha portato a mettere a fuoco alcuni fenomeni di indubbio interesse ai fini di un auspicabile più approfondito studio delle caratteristiche di fondo del sistema finanziario italiano.

In questa sede ci limitiamo a svolgere alcune considerazioni la cui formulazione ci è stata suggerita dalla lettura dei dati riportati in precedenza. All'inizio del nostro discorso abbiamo avanzato l'ipotesi che gli squilibri che è possibile osservare nella presente situazione del mercato dei capitali e nei bilanci delle istituzioni creditizie italiane siano solo il riflesso di altri squilibri ed anomalie di cui soffrono gli operatori non finanziari. Ammessa la fondatezza di tale ipotesi, ci si può chiedere se questo fenomeno sia caratteristico del nostro paese, ovvero se non sia piuttosto qualcosa di più generale che ha investito di recente i paesi capitalisti più industrializzati e in particolar modo quelli europei.

La risposta sembra dover essere articolata in due punti. Per quanto concerne il deterioramento delle strutture finanziarie delle « imprese industriali », in particolare di quelle appartenenti al settore privato dell'economia, ma in certa misura anche di quelle controllate dallo Stato, il caso italiano non fa affatto eccezione rispetto all'andamento recente dei maggiori sistemi finanziari europei. La crescente dissociazione tra risparmio e investimento che abbiamo visto caratterizzare l'economia italiana, la si rinviene più o meno negli stessi termini nel

resto dell'Europa (2). Vale la pena di ricordare che in un passo della sua deposizione alla Commissione parlamentare d'inchiesta sulla concorrenza, resa nell'ormai lontano 1962, l'allora Governatore della Banca d'Italia Carli esprimeva il concetto secondo il quale ad un deterioramento delle capacità di autofinanziamento delle imprese industriali avrebbe dovuto necessariamente corrispondere un crescente volume di intermediazione finanziaria da parte degli operatori specializzati, pena il rallentamento, se non l'arresto, delle attività di investimento in impianti fissi ed attrezzature (3). Ciò è quello che si è verificato nel nostro paese: non deve quindi meravigliare il fatto che si siano posti problemi di « trasformazione degli investimenti finanziari dei privati in capitali di rischio, la cui soluzione non è facilitata né dalle abitudini, né dalle istituzioni europee » (4).

La seconda parte della risposta al quesito precedente riguarda gli squilibri finanziari che caratterizzano in Italia l'« operatore pubblico ». Ci si trova qui in presenza di una situazione che non ha riscontro in altri paesi: il disavanzo del settore pubblico ha rappresentato nel 1971 il 6,3 per cento del prodotto nazionale ed è ulteriormente cresciuto al 14 per cento nel 1975. Si tratta di quote semplicemente non comparabili, quanto ad ordine di grandezza, con le medie degli altri paesi capitalisti industrializzati. Questi dati danno sinteticamente conto dell'accresciuta presenza dell'operatore « pubblica amministrazione » sul mercato dei capitali, nonché delle crescenti difficoltà che ne derivano sia agli intermediari finanziari sia alle autorità monetarie. Si comprende, quindi, come una delle più recenti proposte di riforma del quadro istituzionale italiano, in campo finanziario, abbia preso le mosse dall'analisi dei problemi della finanza pubblica, per arrivare a proporre una sorta di « circuito dei capitali » riservato a questo operatore, e separato dal sistema finanziario, destinato a sopperire alle esigenze del settore « privato » dell'economia italiana (5).

Le discussioni che periodicamente si riaccendono in Italia sull'assetto istituzionale degli intermediari finanziari sancito dalla legge

(2) Cfr. A. LAMFALUSSY, *I mercati finanziari europei*, Einaudi, Torino 1972. Si veda in particolare l'appendice di Francesco Cesarini sui mercati finanziari italiani, pag. 175 e segg.

(3) Camera dei Deputati, *Commissione d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza*, Resoconto stenografico dell'interrogatorio del dott. Guido Carli, seduta del 22 novembre 1962, Tipografia della Camera dei Deputati.

(4) A. LAMFALUSSY, *I mercati finanziari europei*, cit., pag. 129.

(5) Cfr. 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*, Relazione svolta al Convegno promosso dal Club Turati di Torino il 18 giugno 1975.



bancaria del 1936 hanno spesso avuto per oggetto l'antica disputa tra fautori della cosiddetta « banca mista » — modello prevalente in Italia prima della riforma del 1936 — e sostenitori della « superiorità » del modello di « banca pura » specializzata di tipo anglosassone. Proprio vent'anni fa un autorevole esponente del mondo bancario quale Stefano Siglienti interveniva nel dibattito (6). La tesi sostenuta da Siglienti era in breve la seguente: l'integrazione tra sistema bancario ed istituti di credito speciale non è affatto contraria allo spirito della legge bancaria del 1936. Ciò che questa intendeva veramente colpire era l'indifferenziata gestione del credito commerciale e del credito mobiliare quale si verificava nelle banche italiane pre-riforma. Sino a che i due tipi di gestione rimanevano affidati a diverse categorie di intermediari finanziari, ciascuna dotata di autonoma capacità di raccolta di risparmio, e le responsabilità rispettive precisamente individuate, l'integrazione operativa tra le due categorie di intermediari era non solo compatibile con le norme della legislazione bancaria, ma opportuna e desiderabile.

La tesi di Siglienti era ineccepibile sul piano logico e suffragata da dati convincenti. Ma la realtà alla quale egli si riferiva era profondamente diversa da quella odierna. Il più importante mezzo di provvista degli istituti di credito speciale era costituito dalla voce « depositi vincolati e buoni fruttiferi » e l'apporto di fondi da parte del sistema bancario svolgeva un ruolo di minore importanza. Ai giorni nostri sembra essere ormai venuta meno l'autonomia della capacità di raccolta di fondi; la gran parte dei capitali amministrati proviene dall'emissione di obbligazioni e queste vanno in larga e crescente misura a collocarsi nei portafogli delle aziende di credito. La gestione del credito commerciale e quella del credito mobiliare séguita, è vero, ad essere formalmente distinta tra le due grandi categorie di intermediari, ma la loro integrazione operativa ha raggiunto un livello tale da rendere non sempre agevole l'individuazione delle linee di demarcazione tra i due settori creditizi, e quindi delle rispettive responsabilità. Ecco perché riteniamo che la situazione odierna presenti oggettivamente problemi e difficoltà sconosciute appena venti anni fa, e per le quali non disponiamo di ricette semplici.

Resta da vedere se tali difficoltà possono utilmente essere analizzate e magari risolte, nella chiave del dilemma « banca mista » -

(6) Cfr. S. SIGLIENTI, « Separazione ed integrazione fra credito a breve e credito a medio e lungo termine », in *Bancaria*, n. 1, 1957.

« banca pura », ovvero se questo modo di affrontare il problema non sia viziato da un eccesso di astratto schematismo che lo rende inadeguato alla bisogna. Per parte nostra ci sentiamo vicini all'opinione di quegli studiosi (7) i quali ritengono che l'esperienza storica degli anni compresi tra le due guerre mondiali abbia seppellito sia il modello di « banca mista », sino ad allora prevalente in gran parte dell'Europa continentale, sia quello della cosiddetta « banca pura », per dar vita non solo in Italia ad un modello intermedio tra i due.

Un ripensamento critico dell'assetto che abbiamo delineato in queste pagine, piuttosto che alla nostalgia per modelli passati, deve ispirarsi alle possibilità e ai problemi di oggi, che il caso italiano presenta con una chiarezza anche superiore a quella di altri paesi. Senza uscire dal limitato proposito di questo lavoro, che era di dare la presentazione statistica aggiornata di un fenomeno che da Pantaleoni a oggi periodicamente si ripresenta all'attenzione degli studiosi, indichiamo due linee lungo le quali la riflessione potrebbe forse utilmente indirizzarsi.

In primo luogo, ci sembrerebbe troppo limitata la prospettiva di chi si ponesse solamente il problema di « come » la trasformazione delle scadenze debba essere compiuta dal sistema creditizio: anche il « quanto » di trasformazione è da considerarsi una variabile del problema. Senza ignorare che le necessità e le preferenze degli operatori finali pongono un minimo non riducibile al servizio di trasformazione che l'economia chiede al sistema finanziario, occorre riconoscere che alcuni aspetti della struttura creditizia possono porre la realtà dei fatti più o meno al di sopra di quel minimo. Ci sembra un errore, da questo punto di vista, ragionare in termini di possibilità operative consentite agli operatori creditizi, come quando si pone il problema in chiave di alternativa tra « banca mista » e « banca pura ». Più costruttivo sarebbe considerare anziché gli « operatori », gli « strumenti » finanziari, e per esempio chiedersi se la grande povertà di strumenti che per anni ha caratterizzato il nostro sistema finanziario non abbia accresciuto le necessità di attuare la trasformazione nei bilanci stessi delle istituzioni creditizie. Ugualmente, occorre domandarsi se l'intensità e le forme della concorrenza tra istituzioni creditizie (dello stesso tipo, o di tipo diverso) non possa

(7) Cfr. P. SARACENO, *L'attività bancaria*, Editrice Vita e Pensiero, Milano 1966, pagg. 94-99.

influire sulle scelte degli operatori finali e dunque sul « quanto » di trasformazione.

Nel riflettere su « come » la trasformazione possa essere meglio compiuta, è invece necessario riferirsi agli obiettivi rispetto ai quali si pone il problema. Nel caso italiano si tratta in particolare di realizzare e mantenere un assetto finanziario che assicuri l'opportuno dosaggio tra i compiti di allocazione delle risorse e quelli di trasmissione della politica monetaria.

Dal punto di vista di un efficiente svolgimento della funzione allocativa occorre pesare i vantaggi di un assetto nel quale l'intermediario finanziario ha la visione completa della condizione finanziaria e delle prospettive aziendali del cliente contro quelli delle possibili economie di scala derivanti dalla specializzazione. Se è vero che le informazioni necessarie a stabilire l'affidabilità di un'impresa sono in larga misura indipendenti dal tipo di credito che essa domanda, allora la specializzazione può dare luogo o ad una duplicazione di analisi, o può incoraggiare analisi solamente parziali delle condizioni di impresa: conseguenze, queste, entrambe inefficienti. Bisogna però anche considerare che altre inefficienze possono derivare dall'insoddisfacente operare dei meccanismi di mercato, e che il pluralismo necessario al loro funzionamento richiede un certo grado di specializzazione. Il problema di definire gli assetti nei quali la trasformazione del credito possa svolgersi nei modi più efficaci si collega perciò a quelli della determinazione delle dimensioni ottime delle istituzioni creditizie e del grado di concorrenza nel sistema finanziario.

Per la trasmissione della politica monetaria, d'altra parte, la funzionalità del sistema finanziario è maggiore se tutte le categorie di istituzioni creditizie sono soggette allo stesso grado di controllo da parte delle autorità monetarie e se esse posseggono una flessibilità operativa tale da permettere di sopportare modifiche dei livelli dei tassi della liquidità senza incontrare problemi di stabilità.

C. CONIGLIANI - T. PADOA-SCHIOPPA