

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI SIENA  
FACOLTA' DI SCIENZE ECONOMICHE E BANCARIE  
ISTITUTO DI ECONOMIA

QUADERNI DELL'ISTITUTO DI ECONOMIA  
N. 7

GIUSEPPE DELLA TORRE

LA STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO: CONSIDERAZIONI  
IN MARGINE AD UN'INDAGINE SULL'EVOLUZIONE QUANTITATIVA NEL  
DOPOGUERRA (1948 - 1978)

SIENA, GENNAIO 1980

ELENCO DEI QUADERNI PUBBLICATI

1. MASSIMO DI MATTEO: Alcune considerazioni sui concetti di lavoro produttivo e improduttivo.
2. MARIA L. RUIZ: Mercati oligopolistici e scambi internazionali di manufatti. Alcune ipotesi e un'applicazione all'Italia.
3. DOMENICO MARIO NUTI: Le contraddizioni delle economie socialiste: una interpretazione marxista.
4. ALESSANDRO VERCELLI: Equilibrio e dinamica del sistema economico - semantica dei linguaggi formalizzati e modello keynesiano.
5. A. RONCAGLIA - M. TONVERONACHI: Monetaristi e neokeynesiani: due scuole o una?
6. NERI SALVADORI: Mutamento dei metodi di produzione congiunta.

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI SIENA  
FACOLTA' DI SCIENZE ECONOMICHE E BANCARIE  
ISTITUTO DI ECONOMIA

QUADERNI DELL'ISTITUTO DI ECONOMIA  
N. 7

GIUSEPPE DELLA TORRE

LA STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO: CONSIDERAZIONI  
IN MARGINE AD UN'INDAGINE SULL'EVOLUZIONE QUANTITATIVA NEL  
DOPOGUERRA (1948 - 1978)

SIENA, GENNAIO 1980

1. Premessa

Le riflessioni sui caratteri dello sviluppo finanziario del nostro Paese, sulla struttura del sistema creditizio, sul ruolo da questo assunto nel promuovere, sostenere, agevolare lo sviluppo economico negli ultimi decenni costituiscono parte importante dell'attuale dibattito: la tematica trova le sue origini, le sue spiegazioni nella crescente dissociazione tra centri di formazione del risparmio e centri in cui si focalizza l'attività di investimento e - più in generale - di spesa (in deficit), che si manifesta nel corso degli anni '60. Non a caso, la "storia" dell'evoluzione finanziaria del dopoguerra inizia ufficialmente con la crisi dei primi anni '60 e non con la fine della guerra o, volendo puntualizzare, con il crinale costituito dai provvedimenti di Einaudi del '47. Sono i problemi contingenti del finanziamento esterno della pubblica amministrazione e del settore imprenditoriale alla base dell'interesse che ad iniziare - in particolare - dalla metà del decennio in corso si manifesta a livello accademico(1), pubblicistico e - ovviamente - tra le c.d. "parti sociali".

La stretta associazione temporale tra il manifestarsi delle difficoltà - non solo e prevalentemente "finanziarie" - nel processo di accumulazione e l'interesse (anche accademico) per detta tematica ha contribuito a condizionare significativamente l'ambito analitico che è alla base di gran parte delle interpretazioni, anche di quelle più apprezzate: da un lato, si è concentrata l'analisi sugli accadimenti in campo finanziario intervenuti successivamente alla crisi degli anni 1963-1964 e, dall'altro, in diretta connessione con questa si è costruito artificialmente - con tutta probabilità, al di là delle intenzioni degli Autori - un netto diaframma tra l'esperienza degli anni '50 e quella che fece seguito nel ventennio 60-'70, senza indagare - in forma soddisfacente le eventuali modificazioni di strutture inter

venute nelle due fasi temporali. Il primo decennio del dopoguerra viene a costituire pertanto - è nostra sensazione - un po' la "cenerentola" dell'analisi della finanza nell'ultimo trentennio. I lavori disponibili non superano infatti i limiti angusti della valutazione della politica monetaria condotta dalla Banca centrale (2). Ne risulta, come corollario, una "periodizzazione" in campo finanziario del dopoguerra - di fatto - appiattita su quella "reale", che - come largamente riconosciuto - vede nella crisi dei primi anni '60 il momento in cui intervengono importanti modificazioni strutturali nel sistema economico (crescita della componente estera" della domanda aggregata, sostituzione della spesa pubblica alla spesa per investimenti, e così via).

Tuttavia - probabilmente - è un altro elemento dell'apparato di riferimento che limita potentemente l'analisi condotta sui legami - "post 1963 - 1964" tra finanza e crescita economica: il riferimento ad un'ottica "congiunturale", di "breve periodo". E questo, perchè riteniamo, in armonia con alcune sollecitazioni storiche e teoriche (3), che al centro dei legami ( di lungo periodo) tra struttura finanziaria e crescita economica si pongano le tematiche dell'"innovazione finanziaria", cioè le modificazioni strutturali nella sfera finanziaria dell'economia. Di particolare interesse, è - a questo riguardo - l'intuizione degli storici economici ( oltre al "classico" lavoro di GERSCHENKRON del 1962, i contributi di CAMERON del 1967 e 1972) circa l'"autonomia" del sistema creditizio ed i comportamenti di quest'ultimo "non meramente passivi" rispetto alle esigenze dell'accumulazione reale. Il processo "innovativo" non è pertanto necessariamente il portato delle modificazioni nella sfera reale (cioè, una risposta passiva, adeguativa del sistema finanziario), in quanto quest'ultimo è parte integrante dell'economia reale e può assumere in tale veste una pro-

pria autonomia, rispetto alle esigenze di indebitamento e di accumulazione finanziaria degli operatori finali (4).

Estensione dell'analisi all'intero dopoguerra e riferimento ad un contesto specificamente di lungo periodo ( con l'utilizzo di uno strumento di lungo periodo) sono gli aspetti innovativi di questo lavoro: scopo essenziale è quindi l'individuazione dei movimenti di fondo nella struttura finanziaria dell'economia, dei "salti di struttura" nei circuiti finanziari e, in particolare, nell'intermediazione creditizia e nelle forme di intervento delle c.d. Autorità monetarie.

L'approccio che viene utilizzato è quello "contabile-descrittivo" (5), riconducibile nella sostanza agli studi di RAYMOND W. GOLDSMITH (6). L'opera dell'economista è imperniata su una struttura di parametri, di indicatori statistici, con capacità descrittive sui caratteri assunti storicamente ed istituzionalmente dai processi di sviluppo finanziario: scopo di questa struttura informativa è: "... accertare e descrivere le differenze che esistono nelle attuali strutture finanziarie del singolo paese e di gruppi di paesi o che sono osservabili nel processo del loro sviluppo finanziario e .... indagare e spiegare le relazioni tra sviluppo finanziario e crescita economica...." (7). L'obiettivo dell'analisi goldsmithiana è pertanto duplice e si concretizza in un momento "descrittivo-comparativo" ( a livello internazionale ed intertemporale (8)) ed in una fase di ricerca del senso del nesso di causazione tra intensificazione finanziaria e crescita economica (9).

Più in dettaglio, lo schema di GOLDSMITH si compone di parametri con capacità interpretative diversificate: un indicatore "per eccellenza", il c.d. "financial interrelations ratio" (Fir.) - definito contabilmente dal rapporto ad una certa data tra lo stock di attività finanziarie in circolazione ( la "sovrastruttura finanziaria") e lo stock di capitale reale dell'economia ( la "ricchezza nazionale") (10) - qua-

le informazione generale di larga massima sul ruolo della finanza nel singolo contesto storico-istituzionale, e gli "altri parametri" (sempre definiti nei termini di rapporti tra grandezze di stocks), con indicazioni più specifiche e articolate. Uno schema, in sostanza, che abbina una informazione generale, complessiva (fornita dal Fir) con più indicazioni particolari (detraibili dall'osservazione degli "altri parametri").

Estensione e dinamica del Fir sono evidentemente connesse con le caratteristiche più generali del processo di sviluppo sperimentato dalle singole economie, con le diverse forme di mobilitazione del risparmio, con l'estensione dell'intermediazione creditizia rispetto ai mercati dei capitali in senso stretto (in particolare, la borsa valori), con la complessità e la lunghezza dei circuiti creditizi, e così via. Gli "altri parametri" consentono di specificare, isolare alcuni aspetti di questa realtà complessa, in particolare quei fattori "storico-istituzionali" (11) che tanta importanza hanno nell'analisi comparativa e che giustificano - a parità di ricchezza nazionale e di ogni altro indice "reale" - estensioni e dinamiche del Fir e degli "altri parametri" nettamente diversificate.

Di questa struttura informativa GOLDSMITH ne dà prevalentemente una lettura che privilegia l'aspetto "descrittivo-comparativo": tramite opportune "manipolazioni" dei parametri è infatti possibile evidenziare gli aspetti che caratterizzano la struttura finanziaria di un'economia ad una certa data e le modificazioni storicamente intervenute in essa in un determinato arco temporale. Ne derivano conoscenze indubbiamente utili sui rapporti dimensionali tra accumulazione reale, indebitamento ed accumulazione finanziaria; sulle forme di indebitamento ("dirette", "indirette", sui non residenti) e di accumulazione finanziaria ("titoli primari", "titoli secondari", attività

sull'Esteri) (12) e quindi sui pesi rispettivi degli intermediari creditizi e dei mercati dei capitali in senso stretto.

Una tale chiave di lettura è forse la più facile, la più immediata, e non a caso i risultati più interessanti, più apprezzati sono quelli che derivano dal momento descrittivo (13). L'altro obiettivo della ricerca goldsmithiana - l'interrelazione ed il senso di causazione tra finanza e sviluppo economico - trova invece uno spazio piuttosto ristretto e risultati - nelle stesse parole dell'Autore (14) - alquanto insoddisfacenti. Alcando la mano, si può affermare che in GOLDSMITH non esiste nessun tentativo di dare risposte alla problematica delle interrelazioni e, soprattutto, del nesso di causazione tra finanza e sviluppo: al più è un tentativo di misurare il grado di accostamento tra livello di evoluzione finanziaria e livello di crescita economica, collegano i valori del Fir con quelli del Pnl pro-capite ad una certa data e per una vasta schiera di paesi (15). Come è evidente, il tentativo in questione verte su due aspetti metodologici di per sé insoddisfacenti: da un lato, attraverso l'uso di <sup>un</sup> strumento agnostico nell'individuazione dei nessi di causazione (quale la regressione) si cerca di cogliere la causalità tra forme di "financial deepening" ed accumulazione reale; dall'altro, si fa riferimento ad un'analisi "statica" di per sé incapace di cogliere quelle che riteniamo siano le specificità delle interrelazioni di lungo periodo tra sfera finanziaria e sfera reale ("innovazione finanziaria").

Il riferimento a questa tematica sposta pertanto l'ambito dell'analisi: da un contesto "statico" ad uno "dinamico" di lungo periodo, e dalle esperienze di più paesi al singolo contesto istituzionale. Lo schema dei parametri dovrà essere inoltre interrelato, cioè dovranno essere esplicitate le connessioni, non solo contabili, tra Fir ed "altri parametri": l'evoluzione tendenziale del Fir costituisce infatti solo

un'indicazione di massima circa la misura in cui il sistema finanziario ha sorretto il processo di accumulazione reale, se abbiamo cioè operato forme di "intensificazione finanziaria". Nulla dice e può dire sul senso di causazione e sui settori e comportamenti sottostanti che ne hanno determinato l'evoluzione.

Nel nostro lavoro si è cercato pertanto di sostanziare le indicazioni del Fir con quelle degli altri parametri, con il fine di osservare la dinamica dei settori, i comportamenti in campo finanziario, gli interventi delle istituzioni creditizie e delle Autorità monetarie che sono sottostanti alle fasi di intensificazione della finanza ( o di stabilità o di riduzione ) che il Fir pone in evidenza.

E' bene tuttavia chiarire che il filone "contabile" non acquisisce una propria autonomia dalla storiografia e dalla teoria: la metodologia è diversa e in sé autonoma, ma conoscenze storiche e sollecitazioni teoriche sono essenziali nell'interpretazione dei risultati quantitativi e nella stessa definizione del "modello" (16).

## 2. L'evoluzione del saggio di interrelazione finanziaria nel recente dopoguerra: alcune indicazioni di massima sul processo di crescita del capitale reale e della connessa accumulazione finanziaria.

Nel dopoguerra si è avuta un'estesa crescita dei processi finanziari nell'economia, lo sviluppo economico che ha caratterizzato il periodo è stato accompagnato - in altri termini - da forme piuttosto estese di "intensificazione finanziaria". Il Fir ha infatti presentato un'espansione tendenziale passando dallo 0.25 del 1948 allo 1.03 del 1978 (Cfr. graf. 1). Lo sviluppo del ruolo della "finanza" nel dopoguerra - sintetizzato dall'incremento del parametro - non deve destare meraviglia, poichè il valore assunto nel 1948 si poneva nettamente al di sotto dei valori anteguerra a ragione dell'"azzeramento"

del valore reale delle attività finanziarie avutosi durante la guerra e nel primo dopoguerra e cagionato da situazioni di intensa e duratura inflazione (18). Lo sviluppo delle attività finanziarie rispetto al valore di quelle reali non è stato tuttavia "monotono" nel trentennio: accanto a due fasi di stabile crescita, 1949-1962 e 1965-1973, sono infatti intervenuti due periodi di netta riduzione 1963-1964 e 1974-1978.

In base a queste prime osservazioni - piuttosto grezze - è possibile notare come la dinamica del Fir sia stata più intensa negli anni '50 che nel decennio successivo, e come gli anni più recenti (1974-'78) mostrino una tendenza verso la stabilità del rapporto accumulazione finanziaria-accumulazione reale. La crisi dei primi anni '60 e quella a noi più vicina ( che inizia con la crisi del petrolio ) costituirebbero, anche in campo finanziario, momenti in cui intervengono salti di struttura: nella fattispecie nella forma di rapporti quantitativi diversi tra finanza ed attività reali (stock di capitale fisico e relativi prezzi). L'esperienza del dopoguerra sembrerebbe essere analizzabile tramite tre sottoperiodi, molto prossimi alle consolidate suddivisioni temporali dei caratteri dello sviluppo reale: gli anni '50 ( in dettaglio la fase 1948-1964 ) con processi di intensificazione finanziaria più consistenti degli anni '60 ( il periodo 1965-1973 ), e la fase 1974-1978 con una sostanziale stabilità nel Fir. Per inciso, è osservabile come le due fasi di riduzione del valore assunto dal parametro siano state seguite da tendenze nettamente diverse: mentre il periodo successivo al 1963-1964 denota una consistente ripresa dell'intensificazione finanziaria ( il Fir sale infatti dallo 0.93 del 1963 all'1.31 del 1973 ), il "crollo" del parametro del 1974 è seguito invece da un suo livellamento su valori più contenuti. Nel primo caso si ha un modesto spostamento nel "sentiero" di crescita degli attivi finanziari (cioè un abbassamento del trend lineare),

mentre nel secondo si può senz'altro parlare di rapporti diversi tra finanza e capitale reale.

E' nostra convinzione che la dinamica del Fir non possa di per sé costituire l'unica discriminante temporale per giungere ad una "periodizzazione" soddisfacente dell'evoluzione finanziaria e questo perché il parametro costituisce, da un lato, un'indicazione estremamente sintetica ed aggregata dell'estensione dei processi finanziari (in quanto racchiude al suo interno comportamenti, settori, aggregati nettamente diversificati) e, dall'altro, rappresenta una "ponderazione" del volume delle attività finanziarie con la struttura reale sottostante. Ne segue che le rotture nel sentiero quantitativo ed aggregato - indicate dal Fir - non sono necessariamente concomitanti con le rotture nella struttura del sistema finanziario: "sentiero" di evoluzione finanziaria e "modello" di struttura finanziaria possono presentare modificazioni di lungo periodo in fasi temporali nettamente diversificate.

A tal fine, importanti elementi di valutazione della significatività di una suddivisione temporale del dopoguerra, quale quella che deriva dall'utilizzo della dinamica del Fir come discriminante temporale, possono essere tratti dall'osservazione dei rapporti intercorsi nel trentennio tra accumulazione finanziaria, accumulazione reale e prezzi dei beni capitali (19), ponendo in evidenza le specificità temporali di queste interrelazioni. Nel graf. II sono state riportate - accanto alla cumulazione delle variazioni annuali del Fir - le cumulezioni degli impulsi che, sotto il vincolo della parità di condizioni, la "sovrastuttura finanziaria", il capitale reale ed i relativi prezzi hanno assunto rispetto all'evoluzione del Fir (20).

E' indubbio che nelle tre fasi temporali individuate, i rapporti tra attività finanziarie, attività reali e prezzi assumano configurazioni diverse, tuttavia - già a questo livello d'analisi - la periodiz-

zazione esposta mostra rilevanti "smagliature" che tendono a sollevare dubbi sulla sua significatività. L'esperienza nel biennio 1963-1964 costituisce un momento centrale ove venga utilizzata l'evoluzione del Fir come criterio discriminante, tuttavia con l'indagine più approfondita di cui al punto che precede, è possibile osservare come il crollo che il Fir presenta in quegli anni costituisce più il risultato di movimenti congiunturali (fiammata inflazionistica, stretta creditizia e riduzione nei corsi azionari (21)) che una effettiva modificazione nei rapporti tra finanza ed accumulazione del capitale fisico. Tale modificazione è sì intervenuta, ma va collocata - a nostro parere - sul finire degli anni '50, più precisamente nel biennio 1959-1960. Riportando sugli assi cartesiani (cfr. graf. III) le dinamiche dei rapporti tra gli impulsi sul Fir afferenti -rispettivamente - al capitale fisico ed ai prezzi, rispetto all'impulso (sempre sul Fir) relativo alla "sovrastuttura", è possibile notare come sino al 1958 l'impulso del capitale reale sia cresciuto più intensamente di quello delle attività finanziarie; in altre parole si ha la sensazione che in quel periodo il processo di accumulazione reale sia stato in qualche modo svincolato dal processo di accumulazione finanziaria: le esigenze di sviluppo del capitale reale non sollecitavano una proporzionale creazione di attività finanziarie. Con l'inizio della fase che sarà poi chiamata del "miracolo economico" e con il concomitante sviluppo del tasso di crescita dell'accumulazione, l'associazione tra accumulazione finanziaria e accumulazione reale si fa più stretta: trascurando gli anni 1961-1964 per i motivi sopra esposti, è evidente una qualche stabilità tra le due forme di accumulazione nel biennio 1959-1960 e nel periodo 1965-1971. In altre parole, nel periodo 1959-1971 è probabile che abbia operato una stretta associazione tra accumulazione reale ed indebitamento, cioè lo sviluppo degli attivi finanziari ha rappresentato in quel periodo una con-

dizione necessaria dello sviluppo economico, fenomeno che riteniamo sia meno evidente nel periodo precedente. Se questo è vero, allora negli anni 60-'70 la gestione dei circuiti finanziari acquista un'importanza di tutto rilievo e la centralità - in tale ambito - delle Autorità monetarie e dei loro interventi ( peraltro largamente riconosciuta) trova nelle informazioni elaborate un'evidente conferma.

Per quanto attiene alla seconda intensa riduzione del Fir ( intervenuta con il 1974), vi è da notare che anche in questo caso le "radici" della tendenziale stabilità del Fir vanno con qualche plausibilità ricercate anteriormente: il 1969 costituisce l'anno in cui i fenomeni inflazionistici iniziano ad essere fortemente associati con la creazione di attività finanziarie, cioè l'impulso relativo ai prezzi assume un ruolo sistematicamente più rilevante di quello delle attività finanziarie. Sorge allora il quesito, se i valori raggiunti dal Fir sul finire degli anni '60 costituiscono un "tetto", un limite superiore all'ulteriore processo di intensificazione finanziaria, cioè se la crescita finanziaria dell'economia manifestatasi in questa fase temporale ( e in particolare negli anni 1969-1973) non costituisca una "forzatura" delle Autorità monetarie nel sostegno del processo di accumulazione del capitale e di crescita del reddito nazionale.

Gli elementi qui delineati ci sembrano notevolmente in contraddizione con il mantenimento della periodizzazione tratta dall'osservazione della pura evoluzione del Fir: da cui una conferma all'ipotesi che la dinamica del parametro e le sue rotture possano costituire importanti elementi di riflessione sul sostegno finanziario all'accumulazione reale, su eventuali forzature condotte dalle Autorità monetarie per agevolare "finanziariamente" il processo di crescita del reddito e del capitale dell'economia, ma che non possano di per sé costituire le uniche discriminanti temporali nell'evidenziazione di una pe-

riodizzazione finanziaria. E' infatti facilmente osservabile come la suddivisione nelle tre fasi enunciate sia fortemente condizionata dalla dinamica dei prezzi, cioè da un aspetto essenziale nella periodizzazione dello sviluppo reale del dopoguerra: il "rischio" di giungere ad una periodizzazione finanziaria appiattita su quella reale si trasforma pertanto in certezza (22).

L'utilizzo dell'apparato analitico concernente la suddivisione della dinamica del Fir nelle sue tre componenti essenziali ha pertanto la funzione di indagare all'interno del parametro in modo da cogliere quei movimenti che giustificano momenti di modificazione di lungo periodo in campo finanziario. Riteniamo che sulla base di questa ulteriore indagine ( ancora estremamente aggregata) sia plausibile avanzare un'ipotesi di suddivisione del dopoguerra, per quanto attiene alla sfera finanziaria, in quattro sottoperiodi: gli anni 1948-1958 (bassi livelli di accumulazione e "cautela" nella conduzione della politica monetaria), il periodo 1959-1968 ( il miracolo economico, la crisi 1963-1964, le successive modificazioni strutturali nelle componenti della domanda aggregata e la "condotta ambiziosa" delle Autorità monetarie (23) ), il quadriennio 1969-1973 ( il momento di massiccia intensificazione finanziaria: la probabile forzatura del meccanismo di accumulazione) e la fase finale 1974-1978 (verso un riequilibrio, un ridimensionamento delle attività finanziarie).

Periodizzare finanziariamente significa evidenziare fasi di accelerazione e di decelerazione del processo di intensificazione finanziaria ( e quindi utilizzare le indicazioni del Fir) e rapporti strutturalmente diversi tra finanza, capitale reale e prezzi (utilizzando la scomposizione della dinamica del financial interrelations ratio nelle sue tre componenti essenziali): tutto questo è importante, ma non esaustivo, in quanto è necessario evidenziare quelle che

possiamo indicare come modificazioni qualitative della struttura finanziaria in senso lato.

La periodizzazione suggerita è pertanto solo una proposta provvisoria che andrà ulteriormente indagata in relazione a dette modificazioni qualitative tutte interne al Fir ed alla "sovrastuttura".

La "sovrastuttura" è l'aggregato che consente - ove sia sia opportunamente articolato - l'arricchimento, la verifica della periodizzazione proposta, in quanto costituisce il risultato finale di comportamenti (di domanda e di offerta) relativi a specifici settori istituzionali ("Famiglie", "Imprese", "Pubblica Amministrazione", "Esteri") e di interventi delle istituzioni creditizie e - in particolare - delle Autorità monetarie. Disaggregazione della "sovrastuttura" come momento analitico di giunzione tra le informazioni aggregate del Fir e le indicazioni particolari, specifiche degli altri parametri goldsmithiani. Riferimento quindi ad un insieme di "altri parametri", a livelli diversi di articolazione per evidenziare modificazioni di struttura, settori e comportamenti rilevanti, periodi temporali omogenei.

### 3. Sentieri quantitativi di intensificazione finanziaria e modificazioni qualitative nella struttura finanziaria: il caso del finanziamento "diretto" e di quello "indiretto"

La trattazione che precede ha permesso di appurare gli aspetti interpretativi che il Fir consente e - in relazione all'"eccessiva" aggregazione del parametro - gli spazi interpretativi che non è possibile analizzare: da cui la necessità di una scelta meditata degli "altri parametri" sulla cui base ricercare le eventuali modificazioni qualitative in campo finanziario che il Fir tecnicamente non consente.

La struttura "tradizionale" dell'indebitamento del settore direttamente produttivo (le Imprese) - caratterizzata da un netto "...orien-

tamento verso gli intermediari creditizi...", piuttosto che verso "... i mercati dei capitali in senso stretto..." (24) - costituisce un importante elemento di riflessione che sollecita ad un'indagine specifica sui rapporti nel dopoguerra tra borsa-valori ed intermediazione creditizia nel finanziamento dell'accumulazione: riteniamo - infatti - che a parità di intensificazione finanziaria (data, cioè, la dinamica del Fir) pesi diversi del sistema creditizio non siano "neutrali" nei confronti dell'analisi (25). Una prima indicazione di larga massima sull'entità dell'intermediazione creditizia rispetto alle forme di finanziamento "dirette" (26) è fornita da c.d. "rapporto di intermediazione" (financial intermediation ratio) (27), definito nei termini del rapporto tra la raccolta complessiva del sistema creditizio e l'indebitamento complessivo del comparto nazionale non finanziario. Le modificazioni di lungo periodo nel parametro evidenziano (pur con alcune cautele) ruoli strutturalmente diversi tra canali "diretti" ed "indiretti" nel finanziamento dell'economia e - specularmente - forme diverse nell'accumulazione finanziaria degli operatori nazionali.

La dinamica del Fir può essere pertanto spiegata non solo dall'evoluzione dell'indebitamento (o - alternativamente - dell'accumulazione finanziaria), per lira di ricchezza nazionale, del settore nazionale non finanziario, ma anche dall'ampliarsi o dal ridursi delle forme di "duplicazione del credito" proprie dei processi di intermediazione creditizia. Utilizzando la definizione e la scomposizione del Fir dal lato dell'indebitamento (28), sono state riportate nel graf. IV - con le variazioni cumulate del Fir - le cumulazioni degli impulsi (sul Fir) dell'indebitamento complessivo dell'economia nazionale e dell'accumulazione finanziaria netta sull'Esteri (entrambi rispetto alla ricchezza nazionale), e del rapporto di intermediazione.

Per quanto attiene al ruolo della ricchezza netta finanziaria

sul resto del mondo non sembra che essa assuma nel dopoguerra un peso di rilievo rispetto alla dinamica delle attività finanziarie complessive: questo, tuttavia, non significa escludere che per qualche operatore l'indebitamento o l'accumulazione finanziaria lorda sui non residenti possa assumere valori significativi (ci si riferisce, ad esempio, alla posizione dei privati e ai rapporti del sistema creditizio). Si tratta di aspetti di approfondimento che richiedono un'ulteriore livello di disaggregazione, e che intendiamo sviluppare più innanzi. Di particolare interesse è, a questo proposito, la stretta associazione temporale tra la modificazione strutturale intervenuta nelle componenti della domanda aggregata (nella forma della sostituzione della domanda estera a quella interna di beni e servizi) successivamente alla crisi dei primi anni '60 ed il ruolo più intenso della ricchezza netta sull'Esteri (29). Ne segue che il processo di sviluppo degli attivi finanziari è su basi prettamente "interne", connesso cioè prevalentemente con la dissociazione tra detentori di ricchezza finanziaria e detentori di ricchezza reale.

Il rapporto di intermediazione non sembra assumere un peso rilevante nel processo di crescita degli attivi finanziari, cioè le eventuali modificazioni nei pesi relativi dell'intermediazione<sup>e</sup> dei canali diretti non hanno provocato effetti di qualche entità sulla dinamica del Fir: soltanto con il 1975, il peso dell'impulso cumulato del rapporto di intermediazione perviene a "spiegare" il 10% della variazione del Fir. Vi è tuttavia da rilevare che il rapporto di intermediazione consente di suddividere il dopoguerra in tre fasi strutturalmente diverse.

Gli anni '50, come fase di "stabilità" tendenziale tra circuiti finanziari diretti e indiretti e con una probabile tendenza alla "disintermediazione" del sistema creditizio nella seconda metà del decen-

nio (30). Il punto di svolta sembra intervenire nel biennio 1961-'62: gli anni che seguono sono infatti caratterizzati da una ripresa del ruolo degli intermediari rispetto alla dinamica dell'indebitamento e dell'accumulazione finanziaria dell'economia. Vi è tuttavia da porre in risalto come sino al 1970 la "penetrazione" (per volere usare la dizione di Goldsmith) (31) delle istituzioni creditizie non sembra particolarmente rilevante: sono infatti gli anni 1971-1973 in cui più intenso appare l'intervento del sistema creditizio. La stretta associazione in quel periodo, tra innalzamento del rapporto di intermediazione e crescita del Fir, sembra costituire una conferma all'ipotesi avanzata in precedenza circa una probabile forzatura delle Autorità monetarie. Successivamente, il ruolo dell'intermediazione sembra stabilizzarsi sui livelli raggiunti nel 1973.

Le indicazioni tratte dal graf. IV mostrano inoltre un aspetto che conferma l'ipotesi avanzata in precedenza di un salto di struttura intervenuto sul finire degli anni '50 e non con la crisi 1963-64: la "ripresa" dell'intermediazione si ha infatti nell'anno 1962 e successivamente alla crisi dei primi anni '60 l'effetto espansivo è piuttosto contenuto (sino al 1969-1970).

Il rapporto di intermediazione costituisce tuttavia solo un'indicazione di larga massima del ruolo delle istituzioni creditizie nell'ambito del meccanismo finanziario istituzionale, a motivo di una serie di fattori che possono determinare alcuni scostamenti tra le indicazioni tratte dalla dinamica del parametro e la dinamica effettiva dell'indebitamento indiretto e dell'accumulazione finanziaria in attività indirette dell'economia nazionale. Nell'aggregato che sintetizza il livello dell'intermediazione sono infatti comprese - accanto alle partite finanziarie relative agli impieghi ed alla raccolta sull'economia nazionale - i rapporti intercreditizi (riserve obbligatorie e

libere del sistema bancario, rapporti interbancari, finanziamenti delle banche agli istituti di credito speciale, e così via) e le relazioni finanziarie con il resto del mondo. Nulla vieta - a priori - che le eventuali modificazioni poste in luce dal rapporto di intermediazione sottointendono ruoli diversi dall'intermediazione interna al sistema creditizio e/o nei rapporti con i non residenti: si tratta pur sempre di movimenti rilevanti ai fini dell'analisi ma che non attengono - almeno direttamente - a ruoli diversi tra intermediazione e mercato dei capitali.

E' allora opportuno osservare se ed in quale misura il rapporto di intermediazione rifletta modificazioni tra i due canali finanziari, confrontando le indicazioni tratte dal parametro con quelle di un indicatore più efficace da questo punto di vista: la c.d. "quota di indebitamento indiretto" (32), definita dal rapporto tra indebitamento indiretto ed indebitamento complessivo del settore nazionale non finanziario. Nel graf.V sono esposte le cumulazioni delle variazioni annuali intervenute nel rapporto di intermediazione e nella quota di indebitamento indiretto.

Il confronto consente di osservare la sostanziale adeguatezza del rapporto di intermediazione nell'illustrare la dinamica dei rapporti tra intermediazione e mercati diretti, tuttavia è evidente negli anni '70 una forbice tra i due parametri e, più in dettaglio, una dinamica della quota di indebitamento indiretto molto più contenuta di quella del rapporto di intermediazione: l'unica possibile spiegazione è da imputare ad un concomitante innalzamento - con il ruolo dell'indebitamento e dell'accumulazione finanziaria indiretta - dei rapporti intercreditizi e/o di quelli tra sistema creditizio e Resto del mondo, cioè un più elevato livello di intermediazione interna al comparto delle istituzioni creditizie e/o un accrescimento nel rapporto tra

impieghi sull'Estero e sull'interno. Ne segue allora che il consistente incremento nel ruolo che il rapporto di intermediazione ha mostrato negli anni 1969-1973 sulla espansione del Fir (cfr. graf.IV) non è da imputare prevalentemente ad un più intenso ricorso all'intermediazione, ma ad un innalzamento dei rapporti intercreditizi e/o delle relazioni con l'Estero. Si tratta - ovviamente - di aspetti che richiedono un'analisi specifica delle modificazioni intervenute all'interno del sistema creditizio: si confronti il paragrafo 5.

La netta bipartizione del dopoguerra tra anni '50 ed anni 60-'70 trova nel triennio 1959-1961 il momento di più intensa disintermediazione, triennio che fu caratterizzato da una consistente e duratura lievitazione dei corsi azionari (33). Riteniamo che questa fase temporale rivesta un'importanza essenziale nell'interpretazione dell'evoluzione finanziaria degli anni a cavallo tra i due decenni, nella periodizzazione di quel periodo e nella ricerca di nessi di causazione: sono qui richiamati e parzialmente anticipati aspetti che troveranno un'analisi più dettagliata più innanzi, in quanto estremamente utili ai fini della valutazione dell'entità della disintermediazione e del momento di modificazione di struttura tra intermediazione e mercati diretti. Il problema che intendiamo porre all'attenzione in questa sede è se ed in quale misura il "boom" di borsa (anni 1959-1961, in particolare) rifletta un'effettiva modificazione nella struttura dell'indebitamento delle Imprese (nella forma di un più consistente rapporto tra indebitamento azionario e indebitamento complessivo) oppure se (prevalentemente), il fenomeno sottintenda un consistente orientamento dei privati verso i titoli azionari (cioè un eccesso ex-ante di domanda e un riaggiustamento ex-post sui prezzi, sui corsi azionari). Nel primo caso, la riduzione della quota di indebitamento indiretto esprime indubbiamente un diverso orientamento delle Imprese dal lato dell'indebitamento (anche se una "fet-

ta" essenziale della riduzione è da imputare alla rivalutazione in valore delle azioni(34); nel secondo caso,quella esperienza andrebbe interpretata più come una "potenzialità" di disintermediazione originata da un diverso orientamento degli operatori dal lato dell'accumulazione finanziaria. L'analisi specifica richiede il riferimento alla dinamica ed alla composizione dell'indebitamento delle Imprese e dell'accumulazione finanziaria dei privati,tuttavia già a questo livello si può tentare una prima indicazione confrontando la dinamica della quota di indebitamento indiretto fin qui utilizzata con quella corrispondente ottenuta valutando lo stock di azioni al valore nominale(35).

Come è evidente,cfr.graf.VI, utilizzando questo secondo criterio di valutazione dell'indebitamento delle Imprese,la caduta che il parametro presentava negli anni del "boom" di borsa viene del tutto smussata: se ne trae,per cui,la sensazione che tale fase temporale sia stata più una "potenzialità" di disintermediazione. Questa valutazione, ancor approssimativa, viene rafforzata quando si confronti la cumula - zione delle variazioni annuali della quota di indebitamento indiretto (calcolata valutando le azioni ai prezzi nominali) con le cumulazioni afferenti alle variazioni intervenute nei rapporti tra ricorso al sistema bancario,agli istituti di credito speciale ed alle Autorità monetarie ( da un lato), e indebitamento complessivo dell'economia nazionale (dall'altro).

La disintermediazione è infatti relativa al sistema creditizio nel suo complesso e non riguarda né il sistema bancario,né gli istituti speciali, ma è il risultato esclusivo della riduzione nel ruolo svolto dalle Autorità monetarie nel finanziamento della Pubblica amministrazione: è il risultato -cioè - del "rientro",del "riassorbimento" della finanza di guerra (cfr.graf.VI) . Per quanto attiene al ricorso verso il sistema bancario e gli Ics è invece evidente,succes-

sivamente ad una prima fase di probabile "recupero" della quota di indebitamento indiretto delle Imprese,un quinquennio 1954-1958 di sufficiente stabilità e proprio in concomitanza con l'inizio del "boom" di borsa (1959) un più intenso ricorso verso le istituzioni creditizie.

La crescita dell'intermediazione negli anni '60 vede al centro del processo il ruolo degli Ics: nel periodo 1958-1973 a fronte di una cumulazione delle variazioni nell'intermediazione complessiva pari a .15 la cumulazione corrispondente agli Ics è pari a .11 e quella relativa al sistema bancario a .7,mentre negli anni '50 la crescita dei due comparti era stata all'incirca eguale (37). La fase di stabilità dell'intermediazione (1974-1978) presenta invece dinamiche meno chiaramente individuate: una probabile stabilizzazione dell'indebitamento della Pubblica amministrazione sulle Autorità monetarie e tendenza ad un più intenso ruolo del sistema bancario, e - sicuramente- una netta contrazione degli Ics.

L'utilizzo delle cumulazioni delle variazioni intervenute nei livelli dell'intermediazione (complessiva,del sistema bancario, degli Ics e delle autorità monetarie) se consente di cogliere con maggiore immediatezza i momenti di rottura nei rapporti tra borsa-valori e sistema creditizio, non permette di esaminare l'entità relativa del processo di intensificazione del sistema creditizio e cioè il peso che le variazioni assolute,sin qui esaminate,hanno assunto rispetto ai livelli di intermediazione all'inizio del periodo ( al 1948). Dal grafico VII - in cui sono state riportate appunto le serie storiche dei rapporti tra ricorso al sistema bancario e agli Ics rispetto all'indebitamento complessivo dell'economia - emerge come effettivamente la crisi dei primi anni '60 non assuma la qualità di punto di svolta nei rapporti tra finanziamento diretto ed indiretto,in quanto gli anni '50 non costituiscono ( se non per il quinquennio 1954-1958) una fase di sta-

bilità o, addirittura, di disintermediazione. Come corollario si ha che il processo di intensificazione degli intermediari non interviene soltanto negli anni '60-70, ma inizia negli anni '50 e - cosa non trascurabile - il ritmo in base al quale cresce il ruolo delle banche e degli Ics nel primo decennio è confrontabile con quello del successivo ventennio. Da cui alcune considerazioni che meritano - a nostro modo di vedere - un minimo di riflessione.

La prima di queste riguarda la plausibilità di una ridefinizione della periodizzazione dell'evoluzione finanziaria per quanto attiene ai rapporti tra borsa-valori e intermediazione: l'"istituzionalizzazione" del sistema creditizio nell'economia, che costituisce un po' il "leit motive" di tutte le interpretazioni della fase 60-'70 (38), va senz'altro anticipata all'inizio del miracolo economico. L'altro aspetto concerne il livello "abnorme" di intermediazione a cui si è pervenuti nell'ultimo ventennio; pur non trascurando l'innalzamento che il ricorso al sistema bancario ed agli Ics ha presentato dalla fine degli anni '50 (cfr. graf. VII), ci pare indubbio che strutturalmente, cioè per l'intero dopoguerra, il ruolo delle istituzioni creditizie sia elevato.

#### 4. Finanziamento delle "Imprese" e della "Pubblica amministrazione": "residualità" di uno dei due settori?

Le quote di indebitamento indiretto (sul sistema creditizio complessivo e sulle tre categorie di intermediari) consentono di qualificare periodi strutturalmente diversi per quanto attiene alla istituzionalizzazione dell'intermediazione nel finanziamento dell'economia: si tratta di indicazioni pregevoli ma non esaustive, in quanto sono riferite ad un aggregato (il settore nazionale non creditizio) composto da due settori (le Imprese e la Pubblica amministrazione) notoriamente non omogenei. L'articolazione dei parametri esposti nei due

settori componenti l'economia nazionale consente di periodizzare in forma più efficace l'evoluzione finanziaria e, in particolare, le variazioni intervenute nella ripartizione del finanziamento indiretto tra sfera direttamente produttiva e sfera indirettamente produttiva. Nei graf. VIII e IX sono state riportate - rispettivamente - le dinamiche delle quote di indebitamento dell'economia nazionale verso il sistema bancario e gli Ics, e la ripartizione di dette quote tra Privati e Pubblica amministrazione.

Ne risulta una netta bipartizione tra gli anni '50 ed il ventennio successivo: nel senso che mentre nel primo periodo l'espansione dell'intermediazione delle banche e degli Ics era strettamente associata all'indebitamento delle Imprese, successivamente alla crisi dei primi anni '60 sono le necessità di indebitamento della Pa ad essere rigidamente ancorate all'ulteriore fase di intensificazione del sistema creditizio. Detta modificazione di struttura è tuttavia concomitante con il mantenimento della quota di indebitamento delle Imprese nei confronti dei due comparti creditizi: non solo la quota è stata mantenuta nel corso degli anni '60-'70, ma si è posta per gran parte del periodo nettamente al di sopra dei valori assunti negli anni '50, e anche rispetto alla fase immediatamente precedente alla crisi degli anni 1963-1964. I grafici citati consentono inoltre di individuare negli stimoli sul lato della domanda di credito delle Imprese le motivazioni del processo di crescita dell'intermediazione e di collocarla - come si era già avanzato nel paragrafo che precede - negli anni 1959-1964: in una fase in cui non esisteva pressione del fabbisogno finanziario della Pa, che interverrà solo successivamente.

Un'analisi specifica, puntuale della dinamica dell'indebitamento complessivo e della sua composizione (per settori di contropartita) delle Imprese e della Pubblica amministrazione può migliorare

notevolmente le specificità di una tale interpretazione.

Per quanto attiene alle Imprese, dal grafico X risulta come la componente della variazione dell'indebitamento complessivo dell'operatore relativa al parametro "indebitamento indiretto-indebitamento diretto" (ottenuta valutando lo stock di azioni al prezzo nominale (39)) assuma un'entità trascurabile sino al 1957, cioè la crescita dell'indebitamento in quel periodo presenta una sufficiente stabilità tra le due forme. Con il 1958 si manifesta l'orientamento tradizionale del settore imprenditoriale verso l'intermediazione. Di tale spostamento nei canali di indebitamento si può fornire la seguente spiegazione: se fino alla prima metà degli anni '50 il settore imprenditoriale aveva semplicemente "ricostruito" il proprio capitale azionario adeguandolo ai nuovi valori monetari e aveva contenuto l'indebitamento "non azionario" per il prodursi di cause reali che operavano in tale direzione (bassi livelli di accumulazione ed elevati margini di autofinanziamento), con l'inizio della fase che prenderà poi il nome di miracolo economico la domanda estera inizia a "tirare" e con essa lo stimolo all'accumulazione reale e quindi all'indebitamento. Stimolo all'indebitamento che per la nota repulsione, da parte del padronato italiano, a considerare la raccolta azionaria una forma - sia pure particolare - di indebitamento (40), in relazione alle "... Eventuali remore, ai timori dei gruppi di comando di vedere scemare la loro influenza relativa" (41), determinò una crescita intensa della composizione non azionaria: il "fatto nuovo" in campo azionario - per parafrasare MENICHELLA (42) - fu rappresentato dallo sviluppo della intermediazione indotto dal settore imprenditoriale.

La lunghezza della fase di elevati livelli nei corsi azionari e la generalizzazione di questa a gran parte dei titoli azionari, fanno ritenere che l'orientamento che si manifestò verso le attivi-

tà non monetarie sul finire degli anni '50 da parte dei privati fosse un sintomo evidente di una "potenziale" modificazione di struttura nei comportamenti finanziari dell'operatore, anche se non vanno sottaciuti i possibili movimenti speculativi. La rapida caduta del rapporto moneta - titoli tanto per le Imprese che per le famiglie (cfr. rispettivamente, graf. XI e XII), che si manifesta ove le azioni vengono valutate ai prezzi correnti, e l'innalzamento del rapporto "indebitamento indiretto-indebitamento diretto" relativo alle Imprese (valutando lo stock di azioni ai prezzi nominali) che interviene nella fase del "boom" di borsa rendono plausibile l'ipotesi di una "potenziale" disintermediazione dal lato della domanda di attività finanziarie e di un comportamento sostanzialmente contrario da parte degli offerenti attività finanziarie. La lievitazione dei corsi riflette quindi un "razionamento nell'offerta di capitale di rischio" (43).

La stagnazione nel mercato di borsa che si manifesta con la riduzione dei corsi azionari degli anni 1962-1964 non costituisce - a nostro modo di vedere - una modificazione di struttura da imputare alla disaffezione del pubblico verso gli investimenti azionari (44), in quanto essa trova le sue motivazioni essenziali nelle politiche consolidate di indebitamento delle Imprese, e non va pertanto collocata temporalmente nella fase di riduzione dell'indice azionario ma piuttosto all'inizio del miracolo economico.

La stagnazione del mercato di borsa che caratterizza il ventennio successivo va pertanto vista in relazione alle scelte autonome delle Imprese ed agli incentivi creati a pioggia dalla Paper sostenere finanziariamente l'accumulazione reale (la tematica del credito "agevolato"): la "politica di restrizione dell'offerta di titoli azionari" (45) travalica quindi la fase del "boom" di borsa e costituisce l'espressione di un orientamento strutturale del settore imprendito-

riale verso il sistema creditizio. Ne segue che "... la ristrettezza del mercato mobiliare .... è l'effetto e non la causa delle mancate emissioni" (46).

D'altra parte, la pressione proveniente dal fabbisogno finanziario della Pa nel corso degli anni '60-'70, quale fattore di stimolo all'ulteriore fase di espansione del ruolo delle istituzioni creditizie, va opportunamente qualificata, in quanto l'innalzamento delle esigenze di indebitamento dell'operatore non comporta necessariamente l'asserita "residualità" del settore Imprese nella ripartizione del credito intermediato (47). Innanzitutto, perché crescita del "fabbisogno finanziario" dell'operatore pubblico - come di un qualunque altro settore istituzionale - non è sinonimo di crescita dell'intermediazione (48): diventa allora centrale analizzare dettagliatamente la dinamica e la composizione dell'indebitamento della Pa nel periodo successivo al 1964.

Dal grafico XIII<sup>a</sup> è evidente una fase di tendenziale crescita negli anni 1965-1973. Sino al 1969 la crescita dell'indebitamento complessivo della Pa ( per lira di ricchezza nazionale a prezzi correnti) è sorretta prevalentemente dallo sviluppo della raccolta sui privati ( per lira di ricchezza nazionale) (49), mentre il rapporto tra ricorso all'intermediazione bancaria e degli Ics rispetto alla raccolta sui privati assume un ruolo piuttosto contenuto: in altre parole, la dinamica dell'indebitamento pubblico è avvenuta nel periodo senza innescare fenomeni apprezzabili di sostituzione dei canali indiretti a quelli diretti. Nel quadriennio 1970-1973 interviene una fase di particolare interesse, per la comprensione delle politiche condotte dalle Am in un'ottica che travalica il fenomeno di breve periodo: in quel periodo, infatti, allo stabilizzarsi della raccolta sui privati ( per lira di ricchezza <sup>WAL-LAW</sup> ) sui livelli raggiunti in preceden-

za è speculare un più attivo intervento delle Am: si tratta, con tutta probabilità, della fase finale del tentativo perseguito dalla Banca Centrale volto al mantenimento di una elevata quota di indebitamento della Pa in forma "non monetaria" e che si concretizzò nella c.d. "stabilizzazione" dei tassi di rendimento delle attività finanziarie a lungo termine. Con l'inizio degli anni '70 il controllo attuato tramite la "stabilizzazione" presenta delle smagliature, nel senso che a quel tasso di rendimento è necessario un intervento massiccio delle Am tramite l'innalzamento della bm immessa nel sistema. Gli anni che seguono sono, in una situazione nettamente diversa (basti pensare all'elevata e prolungata inflazione nei prezzi), la riproposizione di interventi atti a mantenere elevata la quota di indebitamento della Pa sui privati, ovviamente a tassi di rendimento dei titoli a lunga più elevati.

Le osservazioni esposte non costituiscono evidentemente una prova della "non residualità" della sfera direttamente produttiva, ma permettono di evidenziare come l'intensa crescita dell'indebitamento dell'operatore pubblico sia intervenuta mantenendo piuttosto stabile il livello del ricorso all'intermediazione (bancaria e degli Ics) per lira di indebitamento sui privati, e non attraverso l'innescamento di intensi processi di sostituzione della prima forma di indebitamento alla seconda.

E' allora opportuno analizzare dinamica e composizione dell'indebitamento delle Imprese per il medesimo periodo storico: anche per questo operatore riteniamo possa essere utilizzata la periodizzazione individuata per l'indebitamento della Pa.

La prima fase (anni 1965-1969) vede un consistente incremento dell'indebitamento delle Imprese (analogo all'espansione evidenziata per la Pa): a differenza di quest'ultima, è tuttavia il processo

di sostituzione dell'indebitamento indiretto a quello diretto a costituire la componente più dinamica nell'espansione dei mezzi finanziari raccolti dalle Imprese (cfr. graf.X). La fase successiva (1970-1973) rende ancor più palese il continuo processo di sostituzione tra le due forme di indebitamento: ad un tendenziale livellamento dell'entità complessiva dell'indebitamento (per lira di ricchezza nazionale) (su cui ha operato intensamente la rivalutazione "monetaria" del capitale reale accumulato, in presenza di inflazione dei prezzi) è concomitante un significativo incremento nel ricorso all'intermediazione rispetto all'indebitamento diretto.

Riteniamo che questi elementi - in particolare la crescita tendenziale dell'indebitamento complessivo delle Imprese successivamente alla crisi dei primi anni '60 e il ruolo sempre più intenso del finanziamento che il sistema creditizio ha fornito all'operatore -costituiscono, come il già rilevato mantenimento negli anni '60-70 della quota di intermediazione afferente al settore privato (cfr. graf. VIII e IX), delle indicazioni che contrastano con l'asserita ipotesi di "residualità" della sfera direttamente produttiva.

Più delicata è senz'altro la valutazione della congruenza di detta ipotesi per gli anni a noi più vicini, nel senso che alcune prime indicazioni potrebbero sollecitare un'interpretazione in tal senso orientata: è infatti indubbio un netto ridimensionamento dell'indebitamento delle Imprese (graf. X) e in concomitanza il mantenimento del livello di indebitamento della Pa (graf. XIII). Alla riduzione nettissima dell'indebitamento diretto delle Imprese rispetto al valore corrente della ricchezza nazionale (risultato evidente della situazione di intensa e prolungata inflazione) non corrisponde un più consistente livello di indebitamento sul sistema creditizio per lira di indebitamento diretto, cioè alla dinamica strutturalmente contenuta dell'of-

ferta di capitale azionario (in particolare) è concomitante un incremento proporzionale (e quindi estremamente limitato) dell'indebitamento indiretto, soprattutto nel triennio 1976-1978: la stabilità di quest'ultimo rapporto potrebbe costituire un ulteriore elemento per suffragare l'ipotesi di residualità.

Il materiale statistico fin qui analizzato sembra pertanto non confermare da un lato l'ipotesi di residualità delle Imprese, perlomeno sino alla crisi del petrolio: d'altro canto, negli anni 1974-1978 alcuni elementi quantitativi di valutazione potrebbero rendere plausibile la congruità di una tale ipotesi. Vi sono tuttavia altri elementi che rendono problematica un'interpretazione in tal senso per gli anni più recenti. Dal lato dell'accumulazione finanziaria delle Imprese è possibile notare, pur in presenza della continua rivalutazione della ricchezza nazionale, una stabilità piuttosto pronunciata nel livello detenuto di attività finanziarie per lira e prezzi correnti di capitale reale (cfr. graf. XI): al ridimensionamento dell'indebitamento non corrisponde, quindi, un ridimensionamento dell'accumulazione finanziaria. Questa particolare forma di dissociazione tra indebitamento e composizione del portafoglio reale-finanziario delle Imprese può avvalorare l'ipotesi di una rottura intervenuta negli anni '70 nella composizione del portafoglio dell'operatore, nella forma di una più intensa accumulazione di attività monetarie e sull'estero rispetto all'accumulazione reale interna (50). Se sino alla fine degli anni '60 la crescita del rapporto accumulazione finanziaria-accumulazione reale del settore era trainata dall'acquisizione di azioni e quindi spiegata da esigenze di concentrazione del sistema produttivo, con il 1970 sono le attività monetarie (in particolare) a sostenere il livello e la dinamica della accumulazione finanziaria. È evidente che sulla elevata "preferenza per la liquidità" delle Imprese agisce intensamente la situazione di incertezza del quadro economico-istituzionale: riteniamo, tuttavia,

che l'eccezionale livello di liquidità accumulata dal settore prodotti vo possa essere interpretato con qualche plausibilità anche alla luce dell'orientamento dell'economia verso l'Estero, cioè che la modificazione nelle componenti della domanda aggregata (sostituzione della domanda estera alla domanda interna) manifestatasi ad iniziare dagli anni '60, possa costituire una spiegazione, anche se non esaustiva, dell'accumulazione reale-finanziaria delle Imprese negli anni più recenti.

Nella misura in cui l'orientamento del sistema economico verso l'Estero sia intervenuto in concomitanza con il contenimento della accumulazione reale interna, attraverso le "tecniche" largamente dibattute, si potrebbe suggerire l'ipotesi di una netta separazione tra le motivazioni che erano sottostanti all'indebitamento delle Imprese nel corso degli anni '50-60 rispetto a quelle degli anni '70: nel primo ventennio (più precisamente, ad iniziare dal miracolo economico) era lo sviluppo dell'accumulazione reale la variabile esplicativa delle decisioni di indebitamento, negli anni '70 è il sostegno delle esportazioni a contribuire fattivamente alla spiegazione di tali decisioni: l'indebitamento sull'interno (e quindi il ricorso agli intermediari) andrebbe pertanto a finanziare in modo significativo la detenzione di liquidità e i crediti commerciali all'Estero (51), cioè due forme di accumulazione finanziaria che indirettamente e direttamente, anche se in forma non esaustiva, sono associate con il miglioramento della competitività delle produzioni nazionali rispetto alla concorrenza estera. Il nesso che intercorre tra crediti sull'Estero e miglioramento della competitività (nella forma di allungamento dei termini di pagamento concessi agli importatori Esteri) è piuttosto evidente, per quanto riguarda le attività monetarie riteniamo che, accanto all'incertezza del quadro istituzionale ed al desiderio di sfuggire ad eventuali periodi di restrizione, la loro elevatezza possa essere spiegata anche in relazione alla possibilità di concedere credito ai clienti esteri, di cogliere il momento opportuno negli acquisti di materie prime sui mercati internazionali, cioè ancora nei termini di un miglioramento della competitività.

Queste spiegazioni "esterne" alla struttura finanziaria possono con qualche probabilità indirizzare verso l'ipotesi di non residualità del settore privato nella ripartizione del credito interno, anche per gli anni più recenti: la dinamica contenuta dell'accumulazione reale, in particolare negli anni '70, non costituisce - è nostra sensazione - il risultato, come autorevolmente sostenuto (52), della "morsa" in cui il settore direttamente produttivo si è venuto a trovare ad iniziare dalla seconda metà degli anni '60 (53), nel senso che può avere operato un contenimento autonomo nella "domanda" di credito delle imprese più che un "razionamento" nell'offerta di credito. (54).

Con tutta probabilità, gli elementi più significativi di queste considerazioni risiedono nel fatto di avere dimostrato (ulteriormente) come il processo di intensificazione creditizia non sia concomitante con la crisi degli anni 1963-1964 e quindi con la periodizzazione reale ma sia temporalmente antecedente e vada ascritto alle scelte delle Imprese più che alla dinamica dell'indebitamento della P.A.; dall'aver mostrato come sino al 1973 non si possa parlare di residualità del settore direttamente produttivo e come la validità di tale ipotesi sia dubbia anche per gli anni più recenti.

5. Il sostegno finanziario all'accumulazione, le sue dimensioni e forme tecniche: gli interventi in tale direzione delle Autorità monetarie

Nel paragrafo che precede abbiamo posti in rilievo alcuni aspetti che possono giustificare l'ipotesi di un processo di evoluzione finanziaria (per dimensioni e per categorie di attività finanziarie) profondamente associato con le esigenze di indebitamento dei settori finali: in tale direzione, vanno visti l'intensificazione del sistema creditizio sostenuta dalle scelte di indebitamento delle Imprese e la "non residualità" dei due settori di indebitamento.

L'ipotesi vede al centro del processo finanziario le Am., gli interventi e talvolta i "non interventi" di queste ultime in un'ottica che va dall'investimento al risparmio, dalle necessità di accumulazione del sistema alla riappropriazione in sede finanziaria delle risorse distribuite con il processo produttivo.

Le politiche monetarie si prestano, per loro natura, ad un'analisi congiunturale, di breve periodo poiché gli interventi delle Am trovano frequentemente la loro motivazione nel tentativo di porre soluzione a problemi contingenti. E' tuttavia possibile che le politiche (di breve periodo) si "sedimentino" nel sistema economico, per una serie di cause, e contribuiscano a determinare modificazioni strutturali nel sistema finanziario (55) Come pure, è da ritenere che la struttura degli interventi possa presentarsi qualitativamente diversa nei singoli sottoperiodi. In altri termini, le politiche delle Am possono travalicare - per le due motivazioni esposte - l'ambito del breve periodo e rendere possibile un'interpretazione del ruolo della Banca centrale in un contesto di lungo periodo.

L'orientamento prevalente è fondato tuttavia su un'analisi di breve periodo, d'altra parte questa valutazione non riguarda soltanto gli anni '50 (la "cenerentola" della storia finanziaria del dopoguerra) ma va estesa anche al ventennio successivo. La scarsa attenzione agli aspetti finanziari della crescita nel primo decennio e l'utilizzo di uno strumentario congiunturale rendono difficile porre in risalto il modificarsi nel dopoguerra delle strutture di intervento della Banca centrale, e quindi la periodizzazione del ruolo e delle forme in cui questo si è estrinsecato.

Il tentativo che viene condotto in queste pagine è appunto quello di superare i limiti della valutazione di breve periodo degli interventi delle Am e di individuare eventuali fasi diversificate di strutture di intervento.

Le indicazioni sviluppate nei paragrafi che precedono costituiscono, con le dinamiche dell'indebitamento (complessivo e per settori di contropartita) delle Imprese e della PA nelle loro configurazioni "ex-post", il quadro di riferimento in cui vanno analizzati ed individuati i comportamenti delle istituzioni creditizie e, in particolare, gli interventi della Banca centrale. Di particolare interesse sono da questo punto di vista i rapporti tra dinamica dell'intermediazione (bancaria, in particolare) ed interventi della Banca d'Italia. Il graf. XIV consente di puntualizzare alcuni aspetti essenziali che sono sotto-

stanti all'attività di intermediazione bancaria: vi sono rappresentate, infatti, accanto alla cumulazione delle variazioni negli "impieghi" (in senso lato) (56) del sistema bancario (per lira di ricchezza nazionale), le cumulazioni - tra l'altro - del moltiplicatore del credito (definito come rapporto tra il volume di finanziamenti concessi al settore nazionale non finanziario e la base monetaria) (57) e del rapporto tra base monetaria e ricchezza nazionale. Riteniamo che dal grafico citato sia possibile individuare - non trascurando eventuali informazioni "esterne" - spunti interpretativi sul ruolo delle nella dinamica dell'intermediazione bancaria. Ne risulta una prima indicazione piuttosto interessante circa la sostanziale "esaustività" delle dinamiche del moltiplicatore e del rapporto base monetaria- ricchezza nazionale nella spiegazione della dinamica complessiva degli impieghi bancari (in senso lato) in sostanza - tranne fasi molto ristrette - per l'intero dopoguerra. L'analisi verte di fatto, per tale motivo, prevalentemente sul significato che assumono le dinamiche dei due parametri e il loro accostamento.

Per quanto attiene alla periodizzazione, ci sembra possibile individuare una prima fase temporale con caratteristiche sue proprie nella prima metà degli anni '50: più in dettaglio negli anni 1949-1957. Si tratta di una situazione storico-istituzionale in cui la crescita dell'intermediazione bancaria è piuttosto contenuta ed in cui è la dinamica del moltiplicatore del credito a svolgere un ruolo più intenso: a fronte di una crescita degli "impieghi" bancari (rispetto alla ricchezza) nel periodo pari a .084, l'espansione del moltiplicatore conta per .058 e il rapporto  $bm$ -ricchezza nazionale per .041. In altri termini, in armonia con le intenzioni espresse in più occasioni dai vertici dell'Istituto di emissione (nella forma di una politica volta al riequilibrio della bilancia dei pagamenti, alla ricostituzione di un livello soddisfacente di riserve ufficiali e al mantenimento della stabilità monetaria), ebbe luogo uno stretto controllo sul volume di liquidità di base immessa nel sistema: d'altra parte abbiamo già osservato in precedenza come sino al 1969 la dinamica dell'indebitamento della P.A. sia stata sorretta prevalentemente dal ricorso ai privati e come per gran

parte del dopoguerra quest'ultimo abbia via via abbassato il rapporto ricorso della P.A. alle *Atività finanziarie* - ricorso ai privati (cfr. graf. XIII), ne segue che la limitata creazione di B M nel periodo era accompagnata ad una rapida sostituzione del canale-Estero al canale Tesoro-Cassa DD.PP. Ma il controllo della B.M. non era né sufficiente (poiché era necessario controllare il volume complessivo di attività monetarie), né costituiva probabilmente la variabile strutturale (ma piuttosto il risultato di una politica monetaria che operava attraverso altri strumenti). In assenza di interventi "ortodossi" di politica monetaria (58), era necessario comunque un controllo sulle grandezze monetarie che passava - a nostro modo di vedere - attraverso il "disinnesco" del processo di moltiplicazione degli attivi bancari, tanto dal lato della domanda di depositi dei risparmiatori che dal lato dell'offerta del sistema bancario: a tal fine operarono congiuntamente una serie di fattori specifici di quel periodo (la dinamica contenuta della domanda di credito bancario e l'esistenza di un livello di liquidità bancaria non vincolata piuttosto elevato all'inizio del periodo in esame (59) (graf. XV)) e riteniamo, una serie di misure "non di mercato", "eterodosse" perseguite dalla Banca d'Italia, dirette a mantenere un differenziale apprezzabile (tenuto conto del "premio di liquidità") tra rendimento dei titoli (di Stato e obbligazionari) e rendimento dei depositi bancari. Il controllo della struttura dei tassi di rendimento delle attività finanziarie determinava un "condizionamento" sulle scelte di portafoglio dei risparmiatori finali, indirizzandole verso le attività finanziarie "non monetarie" e limitando in tal modo la creazione di B M. per le esigenze del Tesoro e la "monetizzazione" del credito attuata dagli ICS: non era tuttavia necessaria una forma di controllo del tasso sui depositi in quanto il sistema bancario proprio in assenza di pressioni provenienti dalla domanda di credito, non pone in essere tendenze potenzialmente destabilizzanti sul differenziale dei rendimenti delle attività finanziarie. A dimostrazione di ciò, si ritiene che le diverse forme "non di mercato" che vennero attivate negli anni '50 possano essere interpretate in questa direzione: le sollecitazioni neppure troppo velate del Governatore dell'epoca verso la costituzione

di un "cartello interbancario dei tassi", la particolare regolamentazione del meccanismo di emissione dei Bot ("on the tap", cioè in relazione alla domanda del sistema bancario e non in base alle esigenze del Tesoro, e ad un tasso virtualmente stabilizzato (60)), il controllo discrezionale sul risconto delle banche presso la Banca centrale (61) e - per finire - l'uso intenso di quello strumento atipico che va sotto il nome di "moral suasion" (62).

La particolare situazione istituzionale, specificatamente la dinamica contenuta dell'indebitamento bancario delle imprese, determinava di fatto una situazione di forza delle grandi banche sulle piccole, per cui era probabile che di per sé i rapporti bancari fossero scarsamente attivati: la "discrezionalità" delle *attività finanziarie* nell'ammissione al credito di ultima istanza operava allora prevalentemente sulle grandi banche, condizionandole dall'attivare il mercato interbancario dal lato della domanda di credito e controllando anche per tale via quindi i tassi interbancari e quelli sui depositi. Il meccanismo di collocamento dei Bot (con un tasso di rendimento stabile ed al di sopra del costo medio della raccolta bancaria) era quindi rivolto al mantenimento della flessibilità e della redditività delle piccole banche, in particolare, in relazione alla scarsa attivazione del mercato interbancario.

Si trattava di una fase storica in cui la contenuta dinamica dell'indebitamento bancario consentì a tale manovra - indubbiamente delicata - di riuscire: il mantenimento della struttura dei tassi fu infatti sostanzialmente raggiunto, nel senso che il rendimento delle obbligazioni e dei titoli di Stato restò immutato per tutto il decennio (63) e non si manifestarono tensioni sul sistema bancario tali da generare lo "scartellamento" dei tassi passivi sui depositi.

La politica monetaria non si poneva pertanto nella prima metà degli anni '50 in forma necessariamente repressiva ma piuttosto adeguativa (64) rispetto alle esigenze ex-ante di indebitamento dei *fattori finali*: d'altra parte, la situazione istituzionale consentiva non solo il mantenimento del livello desiderato di monetizzazione ma anche di convogliare gli impieghi bancari sul settore privato più che sulla Pubblica Amministrazione, di privilegiare nella ripartizione

del credito bancario il settore direttamente produttivo. Da cui canali obbligazionari per il finanziamento della PA e degli Ics e canali bancari per il finanziamento delle Imprese.

Per inciso, si può ricordare come in tale fase temporale abbiamo operato intensamente esigenze di "ricostruzione" delle dimensioni finanziarie delle Imprese e delle Famiglie, cioè la crescita degli attivi finanziari non era strettamente associata alle esigenze dell'accumulazione reale (65): lo sviluppo delle attività finanziarie rispetto al valore corrente della ricchezza reale, successivamente ad una fase storica di prolungata iperinflazione come quella che caratterizzò la guerra ed il dopoguerra, nel cui ambito intervennero fenomeni potenti di "azzeramento" delle attività finanziarie, è in altri termini un fenomeno quasi-fisiologico da imputare prevalentemente appunto alle esigenze di ricostruzione delle dimensioni finanziarie, tanto dal lato della domanda che dell'offerta (66). Il materiale statistico analizzato ci sembra possa confermare detta interpretazione, ma soprattutto qualificarla in forma migliore: è infatti indubbio che abbiano operato intensamente fenomeni "fisiologici" di ricostruzione, ma in campo finanziario "stranamente" la partita non si giuoca in due (debitore e creditore), ma almeno in tre (con le Autorità monetarie). La stretta associazione tra espansione finanziaria del periodo e esigenze di ricostruzione della dimensione finanziaria ai nuovi livelli monetari non deve portare, di fatto, ad una sottovalutazione dell'operato delle Am. o ad un'interpretazione puramente "adeguativa" rispetto a tali esigenze: riteniamo, infatti, che sia parimenti indubbio il ruolo che la Banca centrale ha svolto - tramite la cornice dei tassi di rendimento e la creazione di *bm* - sulla composizione e dimensione dell'accumulazione finanziaria delle Famiglie. Una politica quindi "adeguativa" rispetto alle esigenze di indebitamento delle Imprese e, in qualche modo, "orientativa" nei confronti delle scelte della Famiglie.

La crescita dell'indebitamento bancario a tassi superiori a quello dei depositi, che avveniva a ragione dell'eccesso di liquidità, ne determinò il

graduale riassorbimento negli anni '50, giungendo nel biennio 1956-1957 ad un suo completo annullamento: riserve obbligatorie in contanti e volume complessivo dei Bot sono in quel biennio all'incirca pari al livello di riserva (contante più titoli) (graf. XV) (67). Negli anni che seguirono si manifestò un netto innalzamento nel rapporto *bm*-ricchezza nazionale: nel periodo 1958-1962, a fronte di un incremento nel livello degli impieghi bancari (per lira di ricchezza) pari a .081, il ruolo dell'espansione del moltiplicatore *tu* pari a .036 e quello della *bm* a .041. Tale innalzamento fu determinato con tutta probabilità in una prima fase da considerazioni anticicliche (e questo spiegherebbe l'accumulazione di Bot che viene intensamente effettuata dal sistema bancario nel periodo 1958-1959 (graf. XV)), anche se non va esclusa l'ipotesi di una politica atta a contenere le pressioni sulle riserve libere bancarie derivanti da una possibile espansione dell'indebitamento verso il sistema bancario (68).

E' una fase importante da un punto di vista interpretativo perchè è caratterizzata - proprio in coincidenza con l'esaurirsi della liquidità bancaria in eccesso - dalla fine della "moral suasion" e degli interventi "non di mercato", nel senso che al modificarsi delle condizioni di domanda del credito (e cioè a fronte della sua accelerazione) la struttura degli interventi tende ad assumere forme più "ortodosse". In presenza di cenni di "persuasione" del governatore (69), furono infatti attuati interventi correttivi "di mercato": oltre all'agire quantitativamente sulla liquidità di base, furono ridotti il saggio ufficiale di sconto ed il tasso di rendimento sui Bot. E' quindi presente un aggiustamento degli strumenti di intervento delle Am, adeguato alle mutate condizioni di domanda di credito del settore privato: la "persuasione" del governatore, che permetteva un efficace controllo nella prima parte del decennio, inizia a non "reggere" nella fase del miracolo economico.

Appare evidente come nel periodo la Banca centrale si ponga in forma adeguata rispetto alle scelte di indebitamento (per dimensione e per composizione) delle Imprese (70): l'orientamento delle Imprese verso il sistema crediti-

zio, che inizia a manifestarsi proprio in quell'occasione, è con la riluttanza ad un intervento diretto sui tassi bancari il "dato" a cui si attiene la Banca d'Italia, compatibilmente tuttavia con il mantenimento di un qualche controllo sulla struttura dei tassi delle attività finanziarie e quindi sulla composizione del portafoglio finanziario delle Famiglie.

La liquidità bancaria non vincolata, che viene a formarsi con la consistente dose immessa nel sistema in una situazione di bassa congiuntura, viene prontamente riassorbita dal sistema sin dal biennio 1960-1961 (graf. XV). La fase successiva alla crisi degli anni 1963-1964 vede, come noto, una forte dinamica dell'indebitamento verso il sistema bancario e gli Ics: per quanto attiene all'intermediazione bancaria si osserva un netto allargamento a "forbice" tra la dinamica del moltiplicatore e quella della  $bm$  per lira di ricchezza nazionale sino alla fine degli anni '60 (graf. XIV): la crescita dell'attivo del sistema bancario (rispetto alla ricchezza) è pari nel periodo 1965-1971 a .121, mentre gli impulsi afferenti al moltiplicatore ed alla  $bm$  assumono rispettivamente i valori di .075 e .038. E' da notare tuttavia che il ruolo della  $Am$  non è rispecchiato fedelmente dalla dinamica della  $bm$ , in quanto nel periodo vengono attuate dalla Banca centrale particolari regolamentazioni delle riserve obbligatorie che consentono al sistema bancario di abbassare progressivamente il vincolo in  $bm$  (ci si riferisce alla riduzione del livello quantitativo della riserva del 1962 ed alla possibilità di inserire nel vincolo attività finanziarie non i  $bm$ , in particolare titoli del Crediop e degli Ics): la somma della riserva in contanti con l'intero ammontare di Bot detenuto dal sistema bancario (per porzioni notevoli inserito a riserva) che nel 1961 era pari al 24 % degli impieghi sul settore nazionale non finanziario e sull'Estero scende al 13 % del 1969 (graf. XV). In altre parole, la creazione di  $bm$  fu nel periodo superiore ai valori nominali ("grezzi") esposti nel graf. XIV. Il coefficiente "effettivo" di riserva obbligatoria (71) si ridusse intensamente rendendo possibile lo sviluppo dell'intermediazione per ogni lira di nuova base monetaria.

Alla riduzione del coefficiente "effettivo" di riserva si accompagnò anche quella della liquidità libera (esclusi i Bot): da cui l'ipotesi che la pressione della domanda di credito sollecitava il sistema bancario verso forme di un più efficace utilizzo della liquidità, "economizzando" cioè liquidità.

Accanto a queste interventi ("di mercato") sulle riserve obbligatorie, le  $Am$  perseguirono per gran parte del decennio interventi "non di mercato" che si concretizzarono nella c.d. "stabilizzazione" dei tassi di rendimento dei titoli obbligazionari: non a caso la fase che va dal 1964 al 1973 è sinteticamente individuata utilizzando tale dizione (72). Con tale provvedimento l'Istituto di emissione intendeva favorire l'accumulazione di titoli da parte delle Famiglie, con un "costo" dell'operazione che ricadeva prevalentemente sulle  $Am$ , anche se per le banche poteva essere conveniente l'inserimento dei titoli nelle riserve obbligatorie. Il provvedimento ebbe effetti positivi in quanto permise, o contribuì, a mantenere piuttosto stabile il rapporto moneta-attività finanziarie non monetarie delle Famiglie (cfr. graf. XII) (73). D'altra parte questa valutazione è rafforzata dal fatto che nel periodo opera un radicale razionamento nell'offerta di titoli azionari, per cui il rapporto moneta-obbligazioni si è senz'altro ridotto. Il provvedimento determinava di fatto dal lato della domanda di depositi una tendenziale disintermediazione del sistema bancario, che era contraddittoria con la crescita delle dimensioni dell'intermediazione che veniva sollecitata dalla domanda di credito: le banche intervennero bloccando la progressiva sostituzione dei titoli alla moneta agendo sul tasso di interesse passivo e quindi sul differenziale tra il tasso di rendimento dei titoli ed il tasso sui depositi (74). In tal modo si consentiva al sistema bancario - tramite la fissazione del tasso sui depositi - la determinazione delle proprie dimensioni e quella delle attività monetarie: le  $Am$  controllavano le dimensioni della accumulazione finanziaria delle Famiglie, ma non la composizione tra moneta e titoli.

Lo sviluppo dell'intermediazione bancaria operava allora attraverso il moltiplicatore ed il continuo ridimensionamento del differenziale tra i tassi: in tal modo si ponevano le premesse - riteniamo - al tracollo del mercato dei titoli.

6.- Alcune note conclusive

Dagli elementi che abbiamo portato in precedenza riteniamo possa risultare suffragata l'ipotesi che si faceva all'inizio di questo lavoro di un ruolo significativo delle istituzioni creditizie nel processo di accumulazione reale, in un'ottica tuttavia di non mera passività nell'ambito del nesso risparmio-investimento. Il sistema creditizio non è semplicemente un operatore con specifici connotati storici e istituzionali che lega unità in avanzo alle unità in deficit: il risultato ex-post dell'eguaglianza tra indebitamento ed accumulazione finanziaria non sottintende necessariamente la centralità della sfera reale nel processo finanziario, né per dimensioni, né per categorie di attività finanziarie. L'autonomia delle istituzioni creditizie fa sì che esse possano privilegiare un "polo" del processo risparmio-investimento, piuttosto che l'altro.

Riteniamo che per il recente dopoguerra, sulla base delle indicazioni desunte dallo schema, si possa ragionevolmente interpretare il processo di evoluzione finanziaria ed i caratteri ex-post da esso assunti in relazione alle necessità di indebitamento delle Imprese e della Pa ed alle connesse scelte di composizione (per settori di contropartita): quindi le necessità dell'accumulazione reale in senso lato come fattore trainante crescita e composizione delle attività finanziarie. Nell'ambito della struttura finanziaria un posto centrale lo assume il sistema bancario, a cui è garantita in particolare da una serie di "non interventi" delle Am (ad esempio, la riluttanza ad esercitare controlli diretti sui tassi passivi bancari) per gran parte del dopoguerra un ampio margine di manovra (si veda specificatamente gli anni '60). D'altra parte il canale di finanziamento non monetario della Pa viene sorretto da opportuni interventi della Banca centrale.

Le Am assumono pertanto - sulla base delle necessità dell'accumulazione e in relazione al ruolo riconosciuto al sistema bancario ed ai canali di finanziamento diretto della Pa - una funzione di ricomposizione, adeguandosi alle necessità di indebitamento dei due settori esterni compatibilmente con il mantenimen-

to di "gradi di libertà" alle banche (si ricorda che è soltanto nell'ultimo quadriennio che vengono attuati provvedimenti restrittivi sui margini di manovra di dette istituzioni) e con una consistente quota di indebitamento della Pa in forma non monetaria: tale ricomposizione deve scaricarsi ovviamente su un qualche operatore che acquisisce la veste di "residuale". Per quanto esposto, riteniamo che tale qualità vada riconosciuta al settore Famiglie. A ben vedere, le Am direttamente o indirettamente (non controllando amministrativamente il sistema bancario) hanno posto in essere una politica sostanzialmente adeguativa rispetto ai settori di indebitamento e dal lato dell'accumulazione finanziaria hanno teso ad "appiattare" le scelte delle Famiglie su quelle dei settori di indebitamento.

Per quanto attiene allo schema contabile utilizzato in questo lavoro è possibile porre in risalto la sua utilità a livello di interpretazione, come schema organico di conoscenze e di informazioni in cui trovano espressione sintetica settori istituzionali, comportamenti reali-finanziari, interventi delle istituzioni creditizie. Si tratta è bene chiarirlo di indizi sui fenomeni avvenuti, da cui non è possibile trarre giudizi in tema di nessi di causazione. D'altra parte, lo schema è specificatamente di tipo finanziario con limitati collegamenti con la sfera reale, e questo costituisce indubbiamente un limite notevole. Così la mancata considerazione di informazioni sui tassi di interesse.: non a caso nel nostro lavoro abbiamo sentito immediatamente questa carenza.

La necessità di informazioni "esterne" allo schema goldsmithiano pone in luce - con l'impossibilità di inferire nessi di causazione - lo stretto intreccio che riteniamo debba sussistere tra il filone contabile, quello storico e quello teorico: lo schema contabile come "supporto" (76).

Dove l'apparato contabile è concretamente utile è nella dimostrazione ulteriore delle insufficienze della modellistica reale-monetaria della crescita, nella verifica del ruolo che le istituzioni creditizie assumono concretamente sul processo di accumulazione del capitale, nella presenza di modificazioni strut-

turali nel sistema creditizio, nelle forme di intervento delle Am che assumono connotati temporalmente diversificati.

Tutto sommato il cammino che deve percorrere la modellistica della crescita è ancora notevole e l'affermazione di Davidson, dopo otto anni, ha ancora - e non è incoraggiante - la freschezza di allora:

".. any growth theory which assumes that the monetary sector always passively accommodates to the real facts underlying growth and/or any growth model which exists only because of uncertainty is simply a myth"

".. it is essential to recognise that monetary rules and institutions are an ultimate and integral part of real economy" (77)

#### Note

(+) Il presente saggio costituisce un'anticipazione di alcuni risultati di un lavoro più ampio in corso di ultimazione, avente per oggetto un'analisi quantitativa dell'evoluzione finanziaria storicamente intervenuta nel nostro paese nell'ultimo trentennio.

La fase iniziale di questa ricerca ha beneficiato di un finanziamento dell'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "L. Einaudi" di Roma ad un gruppo di ricerca, coordinato dal prof. C. Gnesutta, costituito presso la Facoltà di Scienze Economiche e Bancarie dell'Università di Siena. A detta istituzione va il mio sentito ringraziamento.

Una recente stesura della ricerca complessiva, avente per titolo "L'interrelazione tra accumulazione reale e aggregati finanziari. (Lo schema proposto da R.W. GOLDSMITH: un esame della sua capacità interpretativa dell'evoluzione della struttura finanziaria italiana nello ultimo trentennio", è stata utilmente commentata dai Proff. P. Ciocca, M. De Cecco e F. Vicarelli, ai quali va il mio sentito apprezzamento per i loro suggerimenti.

Un ringraziamento particolare al prof. C. Gnesutta - sotto la cui supervisione ho iniziato questa ricerca - per le attenzioni, le sollecitazioni e i suggerimenti con i quali ha seguito fattivamente l'avanzamento del mio lavoro. Per l'elaborazione elettronica dei dati statistici mi è stato di grande aiuto il prof. A. Cristofaro, che - con estrema gentilezza - ha steso a più riprese il relativo programma di calcolo. Per alcuni suggerimenti volti alla soluzione di problemi matematici relativi allo schema d'analisi qui utilizzato sono debitore nei confronti del Prof. A. Pasini.

Naturalmente la responsabilità di eventuali errori e manchevolezze è soltanto mia.

(1) Si ricordano - a titolo semplicemente indicativo, e quindi, senza alcuna pretesa di completezza - il Convegno del giugno 1975 indetto dal Club Turati avente per oggetto "L'evoluzione della struttura finanziaria e lo sviluppo economico italiano" e le ricerche sul sistema creditizio avviate presso l'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "L. Einaudi" di Roma nello stesso anno.

(2) Il contributo di De Cecco del 1968 costituisce l'eccezione che conferma la regola, in quanto caratterizzato da un approccio di tipo strutturale ai problemi del finanziamento dell'accumulazione reale: di particolare interesse sono, da questo punto di vista, le modificazioni strutturali nel sistema bancario italiano e la tipologia di intervento delle Autorità monetarie individuate dall'Autore.

L'attenzione dei diversi Autori trascura in sostanza il ruolo della finanza nella fase della "ricostruzione" e del "miracolo economico" e su questo atteggiamento piuttosto generalizzato può avere agito il porsì della crisi dei primi anni '60 come fine di un'epoca di stabilità (secondo i canoni tradizionali) a fronte di una fase successiva caratterizzata da squilibri nella bdp, da inflazione nei prezzi etc. E' quindi, ovvio, che in un'ottica "congiunturale" questo secondo periodo costituisca una fase in cui l'indagine delle interrelazioni tra finanza ed accumulazione diventa più pressante. Se per questi aspetti focalizzare l'attenzione sugli anni '60-'70 può essere giustificabile, anche in relazione all'indisponibilità di informazioni statistiche adeguate per gli anni '50 ( si ricorda che i "conti finanziari" sono disponibili soltanto ad iniziare dall'anno 1963, cfr. COTULA-CARON 1971, in particolare p.839 e note 1 e 2), non lo è più quando si vogliono esaminare i nessi di lungo periodo tra sfera reale e sfera finanziaria e le relative modificazioni strutturali.

D'altra parte, concentrare l'attenzione sul recente ventennio può indurre l'impressione di una soddisfacente "adeguatezza" della struttura finanziaria negli anni '50, di una struttura che era, cioè, compatibile con situazioni di equilibrio e di crescita del sistema economico: ma la struttura finanziaria non è un qualcosa di automatico, di fisiologico in quanto riflette comportamenti di settori istituzionali (creditori e debitori), interventi delle Autorità monetarie e strutturali sottostanti. In altri termini, se la situazione del primo decennio si è rilevata ex-post soddisfacente ( per taluni aspetti) questo non costituisce un motivo per trascurare l'analisi del periodo: i problemi che la Banca centrale si trovava innanzi nella fase della "ricostruzione" non erano probabilmente meno pressanti di quelli attuali.

(3) La centralità dell'"innovazione finanziaria" nei rapporti di lungo periodo tra finanza e sviluppo è posta in evidenza tanto nell'approccio storico che in quello teorico: è avanzato, anzi, un parallelo tra innovazione "tecnica" ed innovazione "finanziaria" in ambo i filoni d'analisi, pur tenendo conto delle differenze qualitative che esistono tra i due fenomeni: si vedano, a titolo indicativo, rispettivamente CAMERON 1975, p.541, e MINSKY 1967, p.52.

(4) I ritardi della teoria economica in questo campo d'analisi continuano ad essere tuttora rilevanti e discendono - a nostro modo di vedere - dall'abuso della modellistica di "steady-growth" (in cui non trova, per definizione, spazio analitico la tematica delle modificazioni strutturali siano esse finanziarie o reali) e dall'assoluta preva-

lenza - nonostante le sollecitazioni di GURLEY-SHAW 1960, per non citare il lavoro indubbiamente "rivoluzionario" per l'epoca di SCHUMPETER del 1912 - di un approccio neoclassico all'innovazione finanziaria. Modellistica di steady-growth e approccio neoclassico all'innovazione si fondano entrambe sull'ipotesi "eroica" di un nesso risparmio-investimento estremamente duttile e flessibile, e - quindi - sulla passività della finanza e delle istituzioni creditizie.

(5) Oltre a questo approccio, sono da menzionare il "modellistico-duttivo" e l'"istituzionale-espositivo". Per le definizioni ed i contenuti dei tre filoni di indagine che caratterizzano questa tematica si veda CUTILLI-GNESUTTA 1973-1974, pp.1-3, e la riesposizione nel contributo del 1977-1978, pp.1-4. Un riferimento a detti approcci è presente anche nell'Introduzione all'edizione italiana di CAMERON 1967 e 1972, cfr. CIOCCA 1975, pp.IX-XII. Per una rassegna sugli sviluppi intervenuti nei tre filoni d'analisi nell'ultimo ventennio si veda al citato lavoro di Ciocca

(6) L'Autore si è ampiamente dedicato allo studio "quantitativo" dell'evoluzione finanziaria in un contesto comparativo internazionale ed intertemporale. Per taluni aspetti ( il tipo di indagine l'"assenza" di una teoria ben individuata, il riferimento all'empiria, la ricerca di leggi generali di evoluzione, il medesimo ambiente accademico), Goldsmith può essere considerato il Simon Kuznets dell'evoluzione finanziaria. L'obiettivo del presente saggio non consente di sviluppare aspetti dell'opera dell'Autore che meriterebbero - a nostro parere - attenzione, non tanto per la figura di Goldsmith ma per quanto attiene ai rapporti tra impostazione contabile, sollecitazioni storiche e retaggio teorico. In questa sede si può tuttavia notare come i primi studi dell'Autore intervennero in una fase storica - gli anni '50 - in cui l'ipotesi della "moneta-velo" era ancora fortemente condizionante, e in cui i temi proposti dall'economista si ponevano in forma nettamente innovativa.

Lo schema completo dei parametri è stato esposto in Goldsmith 1966 a., e successivamente ripreso - con maggiori considerazioni non meramente formali - nel volume ponderoso del 1969. L'apparato contabile qui utilizzato trae spunto da quest'ultimo contributo, che - per taluni aspetti - chiuse una fase degli studi goldsmithiani, anche se non mancano riferimenti - nel complesso di dettaglio - ad altri contributi. Vi è da aggiungere che l'apparato elaborato non costituisce un'applicazione pedissequa di quello dell'Autore, ma rappresenta - almeno nelle intenzioni - una proposta di approfondimento attuata tramite una ridefinizione dei parametri, l'introduzione di nuovi e l'esplicita considerazione delle interrelazioni esistenti tra i diversi

parametri.

(7) GOLDSMITH 1969, p.5.

(8) La descrizione e comparazione delle diverse strutture finanziarie costituisce la parte più imponente e riuscita dell'opera di Goldsmith, e senz'altro anche la più meditata: nel senso che dalla elaborazione di una massa veramente enorme di informazioni statistiche per una vasta schiera di paesi e per un lungo periodo di tempo, l'Autore evita di trarre conclusioni "avventate" e si preoccupa di evidenziare-nell'ambito delle "uniformità" ricercate e empiricamente rilevate - le esperienze storiche che non confermano le uniformità stesse ( e, in questo è evidente la sollecitazione proveniente dai fautori dell'"unicità dell'evento storico").

Non deve pertanto destare meraviglia, l'attenzione con la quale lo Autore si è occupato della metodologia da seguire nei confronti internazionali ed intertemporali, del tipo di schema da utilizzare in quell'ambito, dei parametri da calcolare, dei settori da individuare. Si vedano, a questo proposito, il contributo del 1966b, pp.124-133, e il lavoro del 1975a.

(9) Secondo l'Autore, infatti, né la teoria economica né la storia sono in grado di fornire elementi conoscitivi aventi validità generale al fine di dare risposte esaurienti a tale quesito: ".... esistono differenze storicamente osservate e teoricamente dimostra e nella velocità e nell'andamento dello sviluppo economico che siano il risultato principale, anche se non esclusivo, di differenze nella struttura e nella evoluzione finanziaria?" (GOLDSMITH 1969, p.408). Per quanto riguarda l'approccio storico - sono sempre parole di Goldsmith - esso non ha saputo generalizzare le conclusioni alle quali è pervenuto, superare -cioè- i limiti dei singoli "case studies" (pp.401-403).

(10) Cfr. GOLDSMITH 1969, p.44. "La "sovrastruttura finanziaria" comprende il complesso di attività finanziarie in circolazione, incluse le relazioni finanziarie interne ai singoli settori e le forme di duplicazione proprie dei processi di intermediazione creditizia. Si tratta di un aggregato "su basi lorde", ottenuto "combinando" e "non consolidando" i conti delle singole unità elementari (GOLDSMITH 1966b, p.101). Con-tabilmente, è definibile in forma duplice, cioè dal lato dell'indebitamento (quale somma degli stocks di indebitamento lordo dei settori istituzionali nazionali) e dal lato dell'accumulazione finanziaria (somma delle ricchezze finanziarie lorde dei settori nazionali). Le due definizioni sono ovviamente "quantitativamente" coincidenti, ma consentono di analizzare l'evoluzione finanziaria in relazione ai comportamenti di domanda ed ai comportamenti di offerta di strumenti

finanziari: è scontato ricordare che il dato "ex-post" è il risultato dell'interagire di forze di domanda e di offerta. Rispetto al contributo di Goldsmith, vi è nel nostro lavoro un tentativo di ridefinire la struttura dei parametri anche dal lato dell'accumulazione finanziaria: nell'opera dell'Autore - infatti - viene esposta una definizione della "sovrastruttura" e quindi dei parametri focalizzata sugli elementi di domanda ( il parametro essenziale è il c.d. "ratio of issues of financial instruments of non financial units to ther gross capital formation", Goldsmith 1969, pp.61-69). La "ricchezza nazionale" comprende lo stock di capitale reale accumulato all'interno dell'economia, più l'accumulazione finanziaria netta sull'Estero (GOLDSMITH 1969, p.27).

(11) L'evoluzione finanziaria è strettamente intrecciata infatti, oltre che con "... i processi di divisione del lavoro e di specializzazione per solito associati allo sviluppo economico...", ai fattori storico-istituzionali, alla "qualità" dello sviluppo e non solo alla sua dinamica "quantitativa": "... ma il più importante fattore esplicativo delle differenze nel grado di sviluppo finanziario tra i diversi paesi è con ogni probabilità da ricercare nell'esistenza di tecniche di mobilitazione del risparmio alternative a quella finanziaria ..." (cfr. CIOCCA 1975, pp.XXII-XXIV). Per quest'ultimo aspetto si vedano anche KROSS-BLYN 1971, p.5 e l'Introduzione a SAMETZ 1972.

(12) Con il termine "titoli primari" si intendono gli strumenti finanziari emessi dagli operatori non creditizi (Imprese, Pubblica amministrazione, Famiglie), viceversa i "titoli secondari" -definiti alternativamente con la dizione attività finanziarie "indirette" - sono l'espressione della raccolta delle istituzioni creditizie (Autorità monetarie, Sistema bancario e Intermediari non monetari). Per finanziamento "diretto" si intende la ragnatela di rapporti debitori-creditori che intervengono tra le unità non finanziarie ( in altre parole la de-tenzione di titoli primari da parte di operatori non creditizi), mentre per finanziamento "indiretto" si intende il processo finanziario in cui opera attivamente il sistema creditizio. Tali concetti risalgono ai contributi di GURLEY-SHAW, in particolare Cfr. il contributo del 1956

(13) Una valutazione sostanzialmente positiva dei risultati ottenuti dalla ricerca goldsmithiana nel contesto d'analisi descrittivo-comparativo, è avanzata da CIOCCA 1975, SANDBERG 1978 e VICARELLI 1979

(14) GOLDSMITH 1969.

(15) GOLDSMITH 1969.

(16) Ne segue l'eliminazione degli "steccati" che vengono frequentemente frapposti per caratterizzare la teoria, la storiografia e l'analisi contabile. I risultati quantitativi dello schema contabile ("i fatti") non dicono di per sé nulla, nel senso che permettono di leggere gli eventi passati, entro certi limiti, come l'osservatore li vuole leggere: " 'I fatti' non 'parlano da soli', ma forniscono risposte soddisfacenti solo in relazione a domande significative. Se le domande sono formulate impropriamente, o niente affatto, allora è probabile che 'la lezione della storia' risulti nella maggior parte dei casi confusa" (Cfr. CAMERON-PATRICK 1967, p.12 ed il lavoro di LEWIS 1965, p.15, ivi citato). Tale sollecitazione, proveniente da due apprezzati storici delle istituzioni finanziarie, pone in risalto il ruolo delle conoscenze storiche in sede di interpretazione dei risultati quantitativi, anche se è evidente un minimo di forzatura derivate dall'appartenenza degli Autori allo specifico filone di indagine. D'altra parte qualsiasi "modello" contabile non è teoricamente neutrale: "... nel momento stesso in cui si espongono i dati statistici per una lettura 'neutrale' ( si deve avere) la consapevolezza che si stanno organizzando e utilizzando i dati stessi in un contesto che non è certo immune da proposizioni derivate dall'approccio modellistico-deduttivo" (cfr. CUTILLI-GNESUTTA 1977-1978, p.5).

(17) Con il termine "intensificazione finanziaria" si intende una situazione storico-istituzionale caratterizzata dall'"... accumulazione di attività finanziaria effettuata ad un ritmo più veloce che non l'accumulazione di ricchezza non finanziaria..." (SHAW 1973, p.XXXIII) L'espressione costituisce la versione italiana del "financial deepening" di SHAW, ed è stata ripresa dall'edizione italiana della opera citata curata da M. Masini.

(18) Il valore assunto dal Fir nel 1938 era infatti pari a .63 e anche in anni a questo precedenti i valori si ponevano al di sopra di quello registrato nell'immediato dopoguerra (.38 nel 1881 e .47 nel 1914). I dati qui citati - tratti da BISCAINI-CIOCCA 1979, tav.3, pp.96-97 - non sono immediatamente confrontabili con quelli da noi elaborati, a ragione dei diversi criteri di rilevazione delle grandezze reali e finanziarie utilizzati. Possono, tuttavia, essere utilizzati a fini indicativi.

(19) Per semplificare l'analisi delle forze sottostanti all'evoluzione del Fir (cfr. nota (20) si è fatto ricorso ad una definizione approssimata del parametro, calcolando l'indicatore come rapporto tra la "sovrastruttura finanziaria" ed il valore a prezzi correnti dello stock di capitale reale accumulato all'interno dell'economia, escludendo cioè dal computo della ricchezza nazionale (il denominatore) l'accumulazione finanziaria netta sull'Estero. Questo perché risulta difficoltoso procedere ad una valutazione a prezzi costanti dell'aggregato. D'altra parte, a ragione dell'entità trascurabile della ricchezza netta sui non residenti tanto rispetto allo stock di capitale interno che alla "sovrastruttura", detta rielaborazione non pregiudica in alcun modo la significatività delle conclusioni a cui si perviene.

(20) Per il Fir - e così per gli altri parametri che verranno analizzati in seguito - è stata definita una scomposizione in altri indicatori più dettagliati aventi una loro significatività interpretativa, essendo riferiti a specifici settori istituzionali, comportamenti reali-finanziari e interventi delle istituzioni creditizie. In tal modo è possibile individuare il ruolo che ciascuna componente del singolo parametro ha assunto nella variazione che quest'ultimo ha presentato in un certo arco temporale, sotto il vincolo della parità di condizioni. Questo tipo di analisi, che vuole essere un contributo proposto per migliorare lo schema di derivazione goldsmithiana, consente di individuare eventuali fasi temporali diversificate per quanto attiene non solo alla dinamica del parametro, ma anche in relazione al ruolo delle singole componenti. Essendo queste singole componenti una scomposizione non meramente formale del parametro, è possibile, riteniamo, individuare le eventuali modificazioni di struttura intervenute in specifiche fasi temporali.

Tecnicamente, il problema che abbiamo dovuto risolvere è stato trasferire l'apparato analitico del differenziale totale dal contesto "continuo" in cui ha significato utilizzare le derivate parziali, al contesto del "discreto", nel quale tale utilizzo è da un punto di vista, non solo matematico, insoddisfacente. Si tratta di un problema non nuovo, che ha trovato diverse soluzioni o "non soluzioni" anche nel campo degli studi monetari.

Le proposte di soluzione - che si concretizzano, come noto, nell'individuazione e nell'utilizzo di criteri di ripartizione tra le singole componenti del "residuo non spiegato" derivante dall'utilizzo nel "discreto" delle derivate parziali - non ci sono parse soddisfacenti, per cui abbiamo preferito cercare di individuare un criterio di ripartizione il "meno arbitrario" possibile. Per non appesantire eccessivamente la trattazione rimandiamo all'edizione definitiva di questo lavoro la metodologia sequita e i relativi aspetti di detta-

glio. Sempre al fine di non appesantire il testo, la scomposizione dei singoli parametri è stata esposta in calce ai rispettivi grafici.

(21) Ci si riferisce all'intensa riduzione dei corsi azionari che interviene negli anni 1962-1964, successivamente ad una fase di notevolissima crescita delle quotazioni: l'indice dei corsi sale dall'1.76 del 1958 al 3.73 del 1961, per poi ridiscendere all'1.73 del 1964 (dati tratti dal Bollettino della Banca d'Italia). Essendo valutata la "sovrastuttura finanziaria" a prezzi correnti ed essendo la fase in cui interviene il "boom" di borsa caratterizzata da massimi storici nella importanza delle azioni rispetto all'indebitamento delle Imprese ed alla "sovrastuttura" complessiva ne segue il ruolo importante assunto dalla riduzione dei corsi azionari nel crollo del Fir nel biennio 1963-1964.

(22) Con questo non si vuole negare ogni connessione tra salti di struttura in campo reale e finanziario, ma semplicemente evitare che la particolare definizione del Fir (cioè, la sua ponderazione con grandezze reali) induca a "vedere" modificazioni in campo finanziario in fasi temporali in cui queste non sono intervenute.

(23) L'espressione è di Baffi, cfr. BAFFI 1971, p. 496.

(24) Cfr. BISCAINI-CIOCCA 1979, p. 70, ed il lavoro ivi citato di RYBCZYNSKY 1974, pp. 62-63.

(25) E' sufficiente pensare - ad esempio - che un ruolo più intenso della borsa-valori sottointende con tutta probabilità un coinvolgimento di strati sociali non necessariamente capitalistici agli interessi del capitale e meditare sulla stabilità per l'economia nel suo complesso per solito associata alle forme di finanziamento dirette.

(26) Con il termine finanziamento "diretto" intendiamo i rapporti finanziari che intervengono tra unità economiche (non finanziarie), direttamente, al di fuori dell'intervento del sistema creditizio: si tratta, in particolare ma non esclusivamente, delle operazioni che intervengono in "borsa" tra operatori non finanziari. Viceversa, quello "indiretto" sottointende un processo in cui opera fattivamente il sistema creditizio. Per questi aspetti si veda, in particolare, GURLEY-SHAW 1956, pp.

(27) Cfr. GOLDSMITH 1969

(28) Scomponendo, cioè, il numeratore del Fir (la "sovrastuttura finanziaria") nella somma dell'indebitamento complessivo del settore nazionale non finanziario (Famiglie, Imprese, Pubblica Amministrazione), del-

la raccolta complessiva del sistema creditizio (Autorità monetarie), sistema bancario e intermediari finanziari) e dell'accumulazione finanziaria netta sull'Estero.

Si ricorda che l'indebitamento del settore nazionale non finanziario comprende l'indebitamento sull'Estero e le relazioni debitorie-creditorie interne al settore, in modo analogo la raccolta del sistema creditizio.

(29) Questo risultato conferma l'interpretazione di F. Vicarelli di quell'esperienza storica. Cfr. VICARELLI 1973, pp. 295-304.

(30) Spunti tendenti a riconoscere negli anni '50 un ruolo significativo al finanziamento diretto sono presenti in GNESUTTA 1975: "..... la distribuzione del reddito si presenta (in quel periodo storico) in larga misura coerente con le necessità di accumulazione: l'esistenza di un blocco stabile e compatto di ceti, capitalistici ed a essi collegati, fa sì che il legame tra i risparmiatori e le imprese investitrici sia piuttosto stretto e che quindi il deflusso di fondi degli uni alle altre sia piuttosto agevole" (pp. Indicazioni in tale senso sono rintracciabili anche nei contributi di DE CECCO 1977, p. , e di FILIPPI 1977, p. .

(31) GOLDSMITH 1969

(32) GOLDSMITH 1969

(33) Cfr. nota 21).

(34) Si veda la significativa differenza che intercorre nel rapporto "indebitamento indiretto-indebitamento diretto" delle imprese passando dalla valutazione delle azioni a prezzi correnti alla valutazione a prezzi nominali (cfr. graf.X).

(35) L'utilizzo del criterio di valutazione ai prezzi nominali non costituisce senza dubbio il criterio ottimale per valutare la composizione dell'indebitamento delle Imprese (in particolare, i rapporti tra ricorso al l'intermediazione e all'indebitamento azionario), poiché sottostima la raccolta "effettiva". D'altra parte, il criterio fondato sui prezzi correnti di borsa privilegia la valutazione che il "mercato" dà circa i redditi prospettivi e/o il valore del capitale netto delle Imprese, e quindi "sovrastima" (nel caso di un indice azionario con valore superiore all'unità), il ruolo della borsa nel finanziamento del settore imprenditoriale. La differenza tra la prima e la seconda valutazione può tuttavia essere di particolare utilità nell'evidenziare il senso dei nessi di causazione.

(37) Si potrebbe obiettare che la perdita d'importanza negli anni '60 delle banche rispetto agli Ics sia il risultato del fenomeno della "doppia intermediazione", fenomeno che determinerebbe la riduzione del rapporto per il sistema bancario tra finanziamenti all'economia e finanziamenti agli Ics. Oppure, dello sviluppo degli impieghi bancari sui non residenti. In entrambi i casi, non si potrebbe parlare di perdita di importanza del comparto bancario, ma piuttosto di una diversa struttura degli impieghi. Per un esame più dettagliato di questi aspetti si rinvia al paragrafo 5. L'ipotesi avanzata dal "Gruppo di Ancona" di un "... forte sviluppo dell'attività di intermediazione delle aziende di credito fino al 1963 e degli Ics dal 1963 ad oggi" coglie pertanto solo una parte di verità: mentre è plausibile ritenere più consistente la crescita degli Ics rispetto al sistema bancario ... nel corso del secondo decennio, non lo è l'interpretazione degli anni '50 come fase di sola intensificazione bancaria. (Cfr. BALDUCCI-MARINELLI-MARCONI 1975, p.128.)

(38) In particolare, la relazione di Izzo al Convegno del Club Turati del 1975 (cfr. IZZO, 1975) e, successivamente, senza alcuna pretesa di completezza, ad esempio, i contributi di CESARINI 1976, FREY 1978 e ONADO 1977.

(39) In verità nel graf. XI l'analisi degli impulsi delle singole componenti sulla variazione dell'indebitamento complessivo delle Imprese è stata condotta - per motivi di omogeneità - in base alla valutazione a prezzi correnti dello stock di indebitamento azionario: l'utilizzo di detto criterio comporta un effetto negativo della dinamica del rapporto "indebitamento indiretto-indebitamento diretto" (sull'evoluzione dell'indebitamento globale) negli anni del "boom" di borsa (1959-1961). Per i motivi esposti in precedenza (cfr. nota 34) può essere utile fare riferimento anche alla valutazione a prezzi nominali dello stock di azioni: nella parte inferiore del grafico sono state pertanto riportate le dinamiche del parametro utilizzando ambo i criteri di valutazione richiamati. Come è evidente, l'indicatore calcolato sulla base della valutazione a prezzi nominali si innalza proprio in concomitanza con l'inizio della lievitazione dei corsi azionari: da cui la conclusione circa un probabile impulso positivo (e non negativo) della composizione dell'indebitamento (tra

ricorso all'intermediazione e indebitamento diretto) sin dalla fine degli anni '50.

(40) "In Italia le azioni non sono considerate un normale mezzo per finanziare lo sviluppo dell'impresa, ma prevalentemente (per non dire unicamente) uno strumento di controllo: perciò non devono circolare e il loro numero non deve aumentare". Cfr. FILIPPI 1970, p.17, citato in CESARINI 1972, p.195.

(41) MENICHELLA 1959, p.544.

(42) MENICHELLA 1959

(43) MENICHELLA 1959

(44) In tal senso, IZZO 1975,

(45) CESARINI 1972, p.193.

(46) FILIPPI 1970, p.17, citato in CESARINI 1972, p.195.

(47) In particolare IZZO 1975 e REVIGLIO 1975.

(48) Si tratta della nota distinzione alla Gurley-SHAW tra indebitamento diretto ed indiretto. In tale direzione la precisazione di Monti nel corso del Congegno su "L'evoluzione della struttura finanziaria .... cit.". Cfr. MONTI 1975, pp.95-96.

(49) Nell'indebitamento della PA sui privati non sono comprese le attività finanziarie che costituiscono base monetaria (monete metalliche, depositi postali etc.), in sostanza includono i titoli pubblici a medio-lungo termine ed i Bot (dopo il 1969).

(50) In tal senso PARBONI 1977

(51) PARBONI, 1977

(52) In particolare, IZZO 1975 e REVIGLIO 1975.

(53) Secondo l'interpretazione citata, a seguito della "disaffezione" dei risparmiatori verso gli investimenti azionari manifestatasi nel corso degli anni '60 e degli incentivi del credito "agevolato", le Imprese non potevano non ricorrere agli intermediari creditizi, ma su questo mercato dovevano competere con il crescente fabbisogno finanziario della Pa. Da cui l'ipotesi di "residualità" degli operatori privati e di un condizionamento finanziario sull'accumulazione reale. La modificazione nei comportamenti in sede di accumulazione finanziaria delle famiglie (la "disaffezione") con la modificazione strutturale in campo reale (rappresentata dal ruolo più intenso della spesa pubblica tra le componenti della domanda aggregata) costituivano i due estremi del-

la morsa che comprimeva il sostegno finanziario alle imprese.

(54) A maggior ragione si ritiene che il settore residuale non sia rappresentato come sostenuto da VACIAGO 1975, pp. 148-149 - dalla Pa, cioè dal volume di spesa in deficit dell'operatore: dato l'orientamento delle Famiglie verso le attività finanziarie, l'indebitamento della Pa costituirebbe - secondo il pensiero dell'Autore - la variabile di riequilibrio tra risparmio ed investimento interno. Tale interpretazione non ci sembra convincente in quanto se questo nesso di causazione fosse stato operante vi sarebbe da ritenere che nel complesso la spesa pubblica non abbia avuto nel corso degli anni '60 uno specifico ruolo propulsivo, assumendo viceversa un ruolo specificatamente adeguativo.

(55) Come pure, è da ritenere che la struttura degli interventi possa presentarsi qualitativamente diversa nei singoli sottoperiodi. In altri termini, le politiche delle AM possono travalicare - per le due motivazioni esposte - l'ambito del breve periodo e rendere possibile un'interpretazione del ruolo della Banca centrale in un contesto di lungo periodo. La politica monetaria non è in altri termini "neutrale" rispetto al quadro istituzionale. In tal senso Marconi 1979, pp. 217-219.

(56) Il termine "impieghi" bancari qui utilizzato per motivi di semplicità terminologica è improprio, nel senso che comprende il complesso dell'attivo finanziario del sistema bancario e non solo gli impieghi in senso stretto. Più in dettaglio vi sono compresi i finanziamenti al settore privato interno non finanziario, alla PA (esclude le partite in Base monetaria) ed ai non residenti (al lordo dell'indebitamento bancario sui non residenti); le riserve obbligatorie e libere; i rapporti interbancari; i finanziamenti (lordi) agli Ics.

(57) Il volume di finanziamenti bancari al settore nazionale non finanziario comprende i crediti bancari concessi al settore privato più i finanziamenti alla PA (esclude le partite in base monetaria: monete metalliche, depositi postali, Bot in base monetaria). La base monetaria non è "aggiustata". Per il significato di "aggiustamento" della bm si veda CROFF 1978.

La scomposizione in dettaglio delle componenti che definiscono il livello di "impieghi" bancari per lira di ricchezza nazionale è esposta in calce al graf. XIV.

(58) La Banca d'Italia non ha fatto operazioni di mercato aperto; ha variato il tasso di sconto una sola volta in dieci anni (al ribasso); ha variato la percentuale di riserve obbligatorie delle banche una sola volta in dieci anni (al ribasso), e ha permesso all'offerta di moneta di superare costantemente la crescita del reddito reale, Cfr. ACKLEY s.d. p. 164.

(59) A titolo semplicemente indicativo si ricorda che al 31 dicembre 1948 l'eccesso di di liquidità sul vincolo a riserva era pari al 37% degli impieghi complessivi (a favore del settore non finanziario nazionale e dei non residenti). (Cfr. Graf. XV) è evidente che tale livello eccezionale di liquidità libera (soprattutto in Bot) va posto in relazione con l'elevata liquidità di cui disponeva il sistema bancario nel periodo immediatamente successivo alla fine della guerra e con la contenuta dinamica della domanda di credito in quella fase temporale. In tal senso CALABRESI 1957, pp. 253 - 254.

(60) Cfr. De Cecco 1968, pp. 78-79.

(61) Secondo De Cecco, è proprio attraverso il controllo discrezionale in sede di ammissione al credito di ultima istanza che si concretizza la "moral suasion" e quindi la politica monetaria di quel periodo. Cfr. DE CECCO 1968, pp. 78-79.

(62) La stretta associazione tra persuasione morale del Governatore e la politica monetaria degli anni '50 costituisce l'aspetto centrale dei contributi più efficaci su tale periodo storico: "...le autorità monetarie hanno fatto scarso uso degli strumenti descritti nei manuali (saggio ufficiale di sconto, riserve obbligatorie, operazioni di mercato aperto) preferendo affidarsi a metodi di azione meno appariscenti e più flessibili che loro si offrivano..." (BAFFI 1958, p. 991, ed il rinvio ivi contenuto a MENICHELLA 1956. La valutazione di Ackley (riportata alla nota 58), estremamente criticata sulla conduzione della politica monetaria negli anni '50 va completamente rivisitata alla luce di queste forme di intervento "non di mercato": la preparazione culturale dell'autore ed il fatto storico-istituzionale della riscoperta nei paesi anglosassoni delle forme ortodosse di politica monetaria possono averlo tratto in inganno. Si vedano - oltre ai citati lavori di Baffi e Menicella - il contributo di De Cecco 1968 e, più recentemente, quello di MARCONI 1979.

(63) BIANCHI 1979, tab. 7.1, pp. 186 - 187

(64) La nostra analisi conferma sostanzialmente le conclusioni a cui sono pervenuti, utilizzando metodologie di breve periodo, gran parte degli Autori che si sono interessati della politica monetaria degli anni '50: senza pretesa di completezza, si vedano i lavori di BAFFI 195, pp. GRAZIANI 19 pp. 301-309, D'ANTONIO 1977, pp. 42-44.

(65) Cfr. parte 2.

(66) Un'interpretazione in tal senso mi sembra possa essere rintracciata nel contributo di BISCAINI - CIOCCA 1971, p. 68.

(67) Un'ulteriore valutazione del processo di riassorbimento della liquidità bancaria è sintetizzata, nel graf. XIV, dalla cumolazione degli impulsi (sulla dinamica degli "impieghi" bancari per lira di ricchezza nazionale) afferenti al rapporto tra le attività liquide (definite come somma delle riserve obbligatorie in *bm* e della liquidità non vincolata) e i finanziamenti concessi dal sistema bancario al settore nazionale non finanziario ed ai non residenti.

(68) Una tale chiave di lettura ci sembra essere rintracciabile nella stessa Relazione dell'allora Governatore per l'anno 1958. In tale occasione si poneva in rilievo, accanto alla spiegazione in senso anticiclico della politica perseguita con l'innalzamento della *bm*, la necessità di "... contenere la pressione esercitata sulle riserve di liquidità primaria delle aziende di credito dall'elevato ritmo produttivo...". Cfr. Menichella 1959, pp. 538-539.

(69) "... non si sarebbe esitato a prendere energici provvedimenti ove, approfittando delle notevoli disponibilità liquide immesse sul mercato, gli operatori fossero andati oltre i limiti di una sana condotta...". Cfr. Menichella 1959, p. 540.

(70) L'intervento della Banca centrale non configura quindi "... un preciso disegno di politica monetaria, i cui tratti fondamentali affiorano nelle dichiarazioni delle autorità che mirano ad orientare il sistema economico verso i mercati finanziari piuttosto che verso gli intermediari". Cfr. Marconi 1979, p. 235.

(71) Dove per coefficiente "effettivo" si intende il rapporto tra l'ammontare delle riserve obbligatorie in *bm* ed il volume di depositi bancari complessivi (nell'aggregato, cioè prescindendo dalla composizione tra depositi in *c/c* e a risparmio e della distribuzione tra "banche" e "casse di risparmio").

(72) Ad es. MARCONI 1971, p. 244

(73) SAVONA, 1972

(74) GNESUITA 1975

(75) GOLZIO, 1979

(76) CUTILLI-GNESUITA, 1977-1978

(77) DAVIDSON, 1972, p. 358

Opere citate (\*)

G. Ackley (s.d.) "Lo sviluppo economico italiano del dopoguerra e gli insegnamenti che è possibile trarre per la politica economica degli Stati Uniti", stampato in A. Graziani, (a cura di), L'economia italiana: 1945-1970, Il Mulino, Bologna, 1972, pp. 156-165

P. Baffi (1971) "Metodi e programmi di azione monetaria in Italia: uno sguardo a due decenni", la versione citata è riportata in F. Cotula-P.de'Stefani, (a cura di), Elementi per la politica monetaria, Bulzoni, Roma, 1975, pp. 487 e segg.

R. Balducci-M.L. Marinelli-M. Marconi (1975) "Sviluppo economico e struttura finanziaria in Italia", in F. Bernabé, (a cura di), Struttura finanziaria e politica economica in Italia, F. Angeli, Milano, 1976, pp. 128-133

B. Bianchi (1979) "I tassi di interesse sui mercati monetario e finanziario", in F. Cotula-P.de'Stefani, (a cura di), La politica monetaria in Italia. Istituti e strumenti, Il Mulino, Bologna, 1979, pp. 169-188

A.M. Biscaini-P. Ciocca (1979) "Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)", in F. Vicarelli, (a cura di), Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano, Il Mulino, Bologna, 1979, pp. 61-136

G.F. Calabresi (1957) "Il credito ed il sistema bancario nel dopoguerra", in Banco di Roma, Review of the Economic Conditions in Italy, numero speciale su L'economia italiana nel decennio 1947-1956, pp. 239-270

R. Cameron (1967) Banking in the Early Stages of Industrialization, Oxford UP, New York

----- (1972) Banking and Economic Development, Oxford UP, New York

----- (1975) Le banche e lo sviluppo del sistema industriale, Il Mulino, Bologna, edizione italiana di Cameron 1967 e 1972

R. Cameron-<sup>H</sup>. Patrick (1967) Introduzione a Cameron 1967

F. Cesarini (1972) "Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia", in A. Lamfalussy, Les marchés financiers en Europe, Puf, 1968 Ed. ital. I mercati finanziari europei, Einaudi, Torino, 1972, pp. 177-208

----- (1976) Struttura finanziaria, sistema creditizio ed allocazione delle risorse in Italia, Il Mulino, Bologna

(\*) Le opere citate sono individuate, oltre che dal nome dell'Autore, dall'anno dell'edizione originale. Le pagine riportate fanno riferimento invece all'edizione italiana, ove disponibile.

- P.Ciocca (1975) Introduzione all'edizione italiana di Cameron 1975
- F.Cotula-M.Caron (1971) "I conti finanziari dell'Italia - Dimensioni e struttura della ricchezza e del risparmio finanziario dell'Economia", Bollettino della Banca d'Italia, nov-dic 1971, pp. 839-919
- D.Croff (1978) "La base monetaria aggiustata. Note sull'andamento dell'indicatore nel periodo 1964-1977", Bollettino della Banca d'Italia, nn. 2-3, pp. 245-261
- B.Cutilli-C.Gnesutta (1973-1974) "Introduzione all'analisi finanziaria", Università di Siena
- (1977-1978) "Introduzione all'analisi finanziaria. La struttura finanziaria dell'economia", Università di Siena
- P.Davidson (1972) Money and the Real World, Macmillan, London
- M.De Cecco (1968) "Note sugli sviluppi della struttura finanziaria nel dopoguerra", idem, Saggi di politica monetaria, Giuffrè, Milano
- (1977) "Banca d'Italia e 'conquista politica' del sistema del credito. Tecnocrazia e politica del governo della moneta tra gli anni '50 e '70"
- M.D'Antonio (1977) "Questioni di politica economica: l'esperienza italiana", in AA.VV., Lezioni di Economia. Aspetti e problemi dello sviluppo economico e dell'attuale crisi internazionale, Feltrinelli, Milano, 1979, pp. 37-65
- E.Filippi (1970) "Le duecento maggiori S.p.A. industriali 1967-1968", L'Industria, gen-feb, 1970
- (1977) "Le fonti del finanziamento dell'attività produttiva: distorsioni e squilibri strutturali", dattiloscritto presentato al Convegno su Il finanziamento delle imprese, Trieste-Grignano, 22-24 ottobre 1976
- L.Frey (1977) Il credito e lo sviluppo economico italiano, Coines Edizioni, Roma
- A.Gerschenkron (1962) Economic Backwardness in Historical Perspective, Harvard UP, Cambridge Mass. Ed. ital. Il problema storico dell'arretratezza economica, Einaudi, Torino, 1974
- C.Gnesutta (1975) "La flessibilità dell'ordinamento del credito: un tentativo di verifica per il decennio della ristrutturazione", in P.Vitale, (a cura di), Ordinamento del credito e finanziamento dell'economia (Note ad un'indagine interdisciplinare), Impresa, Ambiente e Pubblica amministrazione, Giuffrè, Milano, pp. 521-636

- R.W.Goldsmith (1966a) "Les déterminants de la structure financière", Oede, Paris
- (1966b) "The Uses of National Balance Sheets", Review of Income and Wealth, gennaio, pp. 95-133
- (1969) Financial Structure and Development, Yale UP, New Haven
- S.Golzio (1979) "Problemi del sistema creditizio in un quadro di incertezza economica", Bancaria, maggio, pp. 431-445
- A.Graziani (1972) "Problemi di politica monetaria in Italia (1945-1970)", in V.Balloni, Lezioni sulla politica economica in Italia, Edizioni di Comunità, Milano
- J.G.Gurley-E.S.Shaw (1956) "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process", Journal of Finance, maggio, pp. 257-276. Ed. ital. in M.Monti, (a cura di), Problemi di Economia monetaria, Etas Kompass, Milano, 1969, pp. 83-93
- (1960) Money in a Theory of Finance, Brookings Institution, New York. Ed. ital. La moneta in una teoria del finanziamento, Cassa di risparmio delle province lombarde, Milano, 1965
- L.Izzo (1975) "Cause dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'economia italiana negli ultimi dieci anni e considerazioni sulla politica economica che ha contribuito a determinarla", in F.Bernabé, cit., pp.21-86
- M.Marconi (1979) "Lineamenti di un trentennio di politica monetaria", in F.Vicarelli (a cura di), Capitale industriale ... cit., pp. 217-261
- D.Menichella (1959) "Politica monetaria e creditizia per la nuova fase di espansione economica", Estratto delle "Considerazioni finali" esposte dal Governatore all'Assemblea dei partecipanti del 30 maggio 1959, in Bancaria, pp. 535-548
- H.P.Minsky (1967) "Financial Intermediation in the Money and Capital Markets", in G.Pontecorvo-R.P.Shay-A.G.Hart, Issues in Banking and Monetary Analysis, Holt Rinehart and Winston, New York pp. 33-56
- M.Monti (1975) "Intermediazione finanziaria e finanziamento del settore pubblico: alcuni spunti per il dibattito", in F.Bernabé, cit., pp. 92-100
- M.Onado (1977) "Il sistema creditizio italiano", in AA.VV. Lezioni di Economia. Aspetti e problemi .. cit., pp. 80-93
- R.Parboni (1977) "Inflazione e indebitamento delle imprese", Politica ed Economia, n° 1, 1977. Ristampato in F.Targetti, (a cura di), Lezioni di economia. L'inflazione, Feltrinelli, Milano, 1979, pp. 123-136

F.Reviglio (1975) "Caratteri e conseguenze della crisi della finanza pubblica", in F.Bernabé, cit., pp. 101-116

T.M.Rybczynski (1974) "Business Finance in the EEC, USA and Japan", in Three Banks Review,

A.W.Sametz (1972) Financial Development and Economic Growth. The Economic Consequences of Underdeveloped Capital Markets, (a cura di), New York UP, New York

G.Sanbberg (1978) "Banking and Economic Growth in Sweden before World War I", Journal of Economic History, pp. 650-680, settembre

P.Savona (1972) "Teoria e pratica dei tassi di interesse in Italia nel più recente quinquennio", Quaderni dell'economia sarda, Aprile, pp.50-65

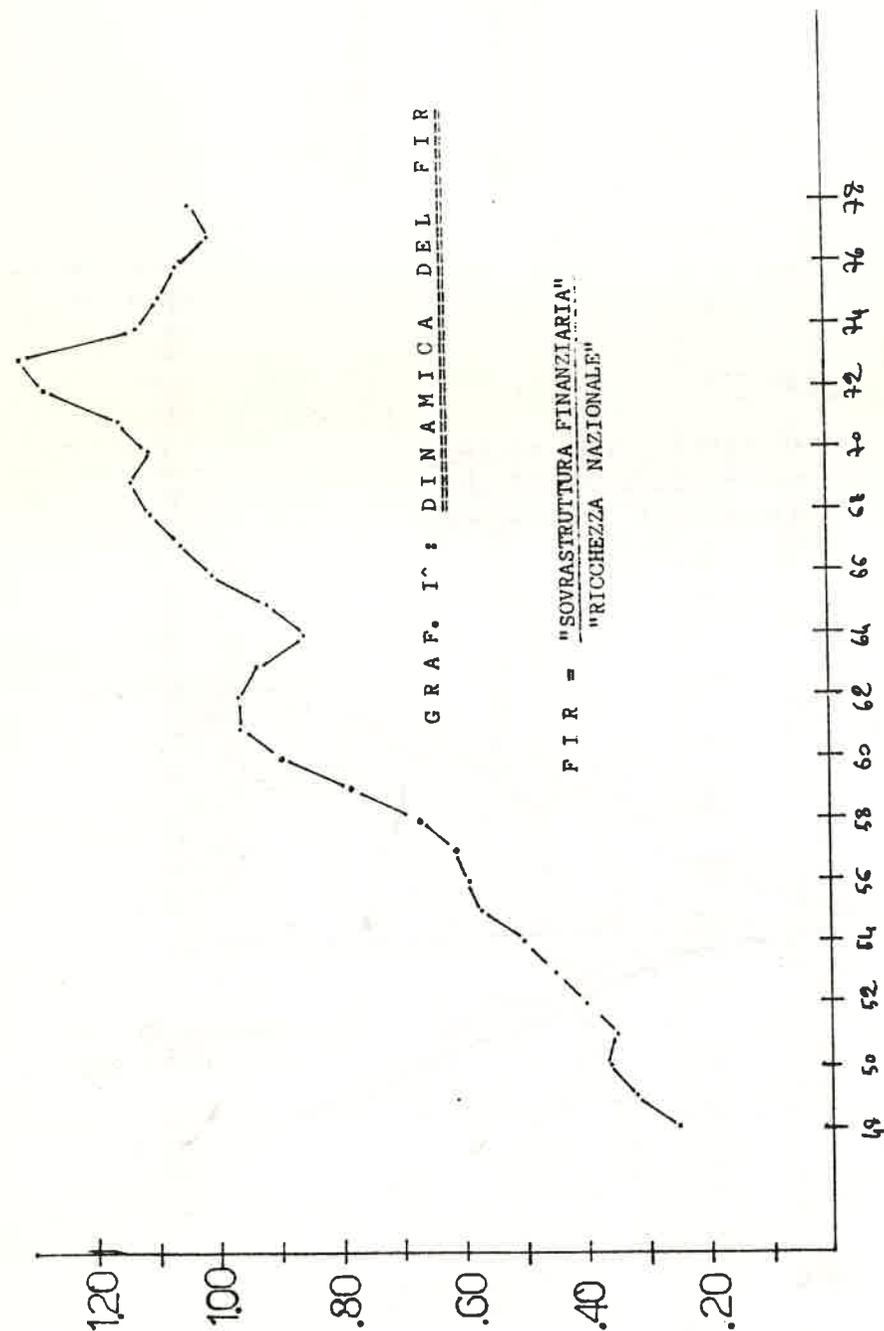
E.S.Shaw (1973) Financial Deepening and Economic Development, Oxford UP, New York. Ed. ital. Intensificazione dei processi finanziari nello sviluppo economico, Cassa di risparmio delle province lombarde, Milano, 1977

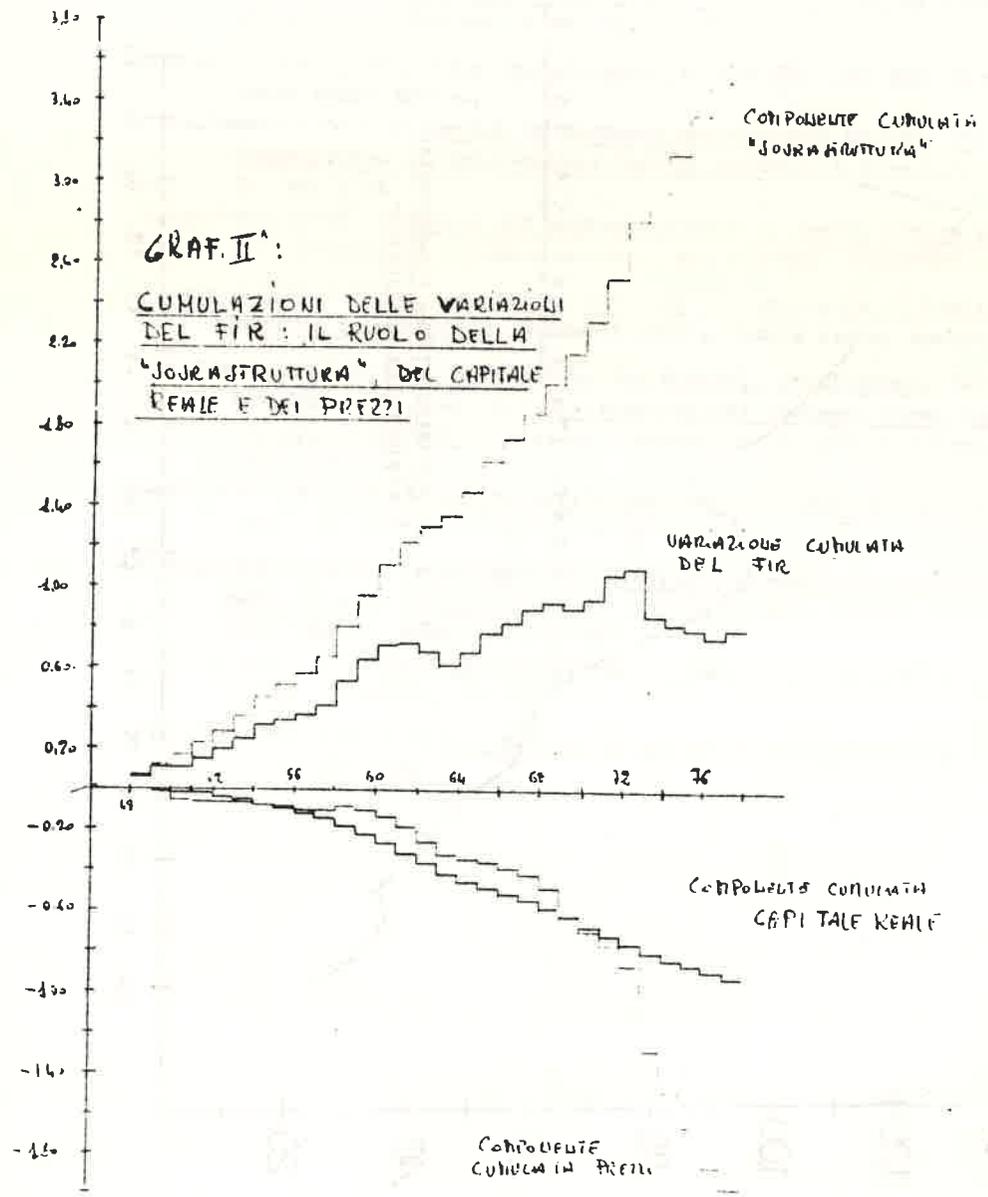
G.Vaciago (1975) "La crescita dell'investimento finanziario del settore privato", in F.Bernabé, cit., pp.145-146

F.Vicarelli (1973) "Il processo di integrazione reale-finanziaria dell'economia italiana nella Cee", in Contributi alla ricerca economica, Banca d'Italia, Roma, pp. 285-320

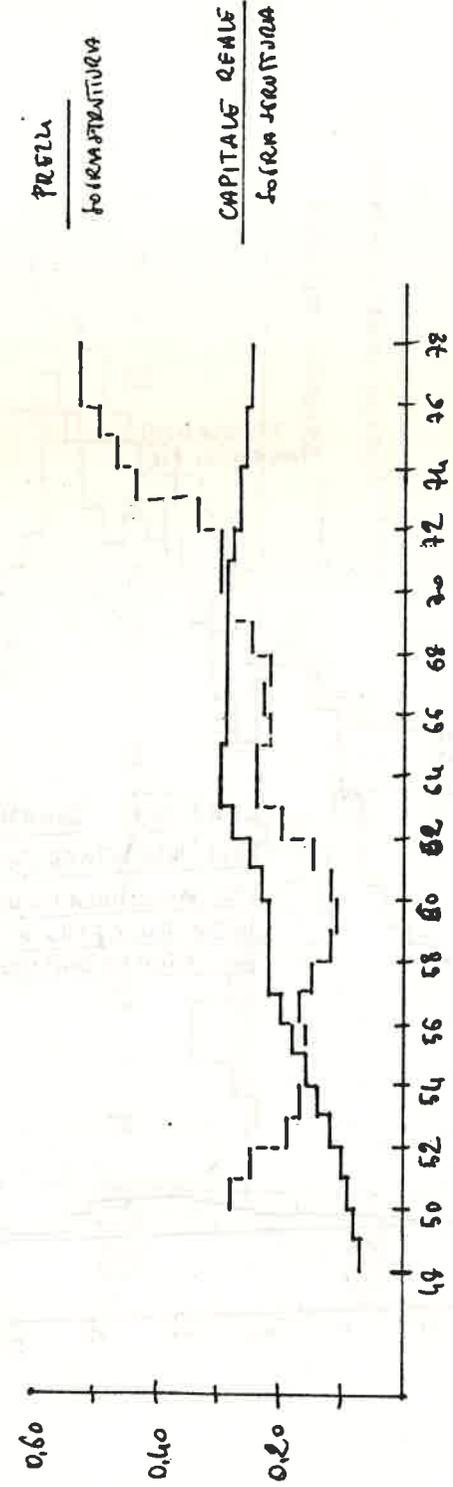
----- (1979) Capitale industriale e capitali finanziari: il caso italiano, Il Mulino, Bologna

H.E.Kroos-M.R.Elyn (1971) A History of Financial Intermediaries, Random House, New York

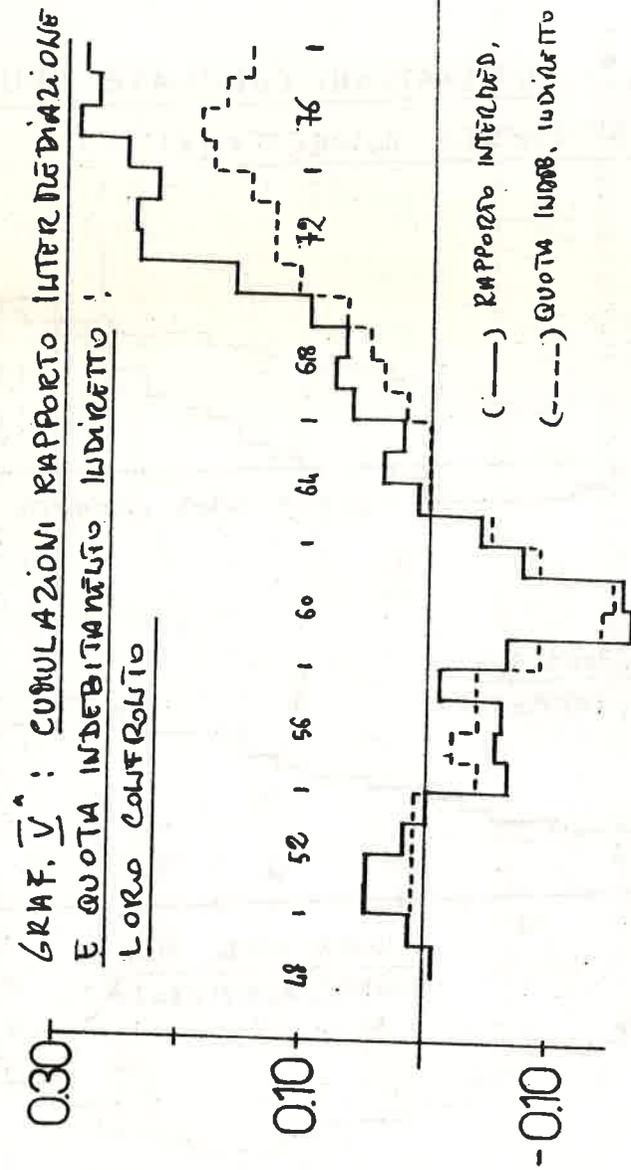
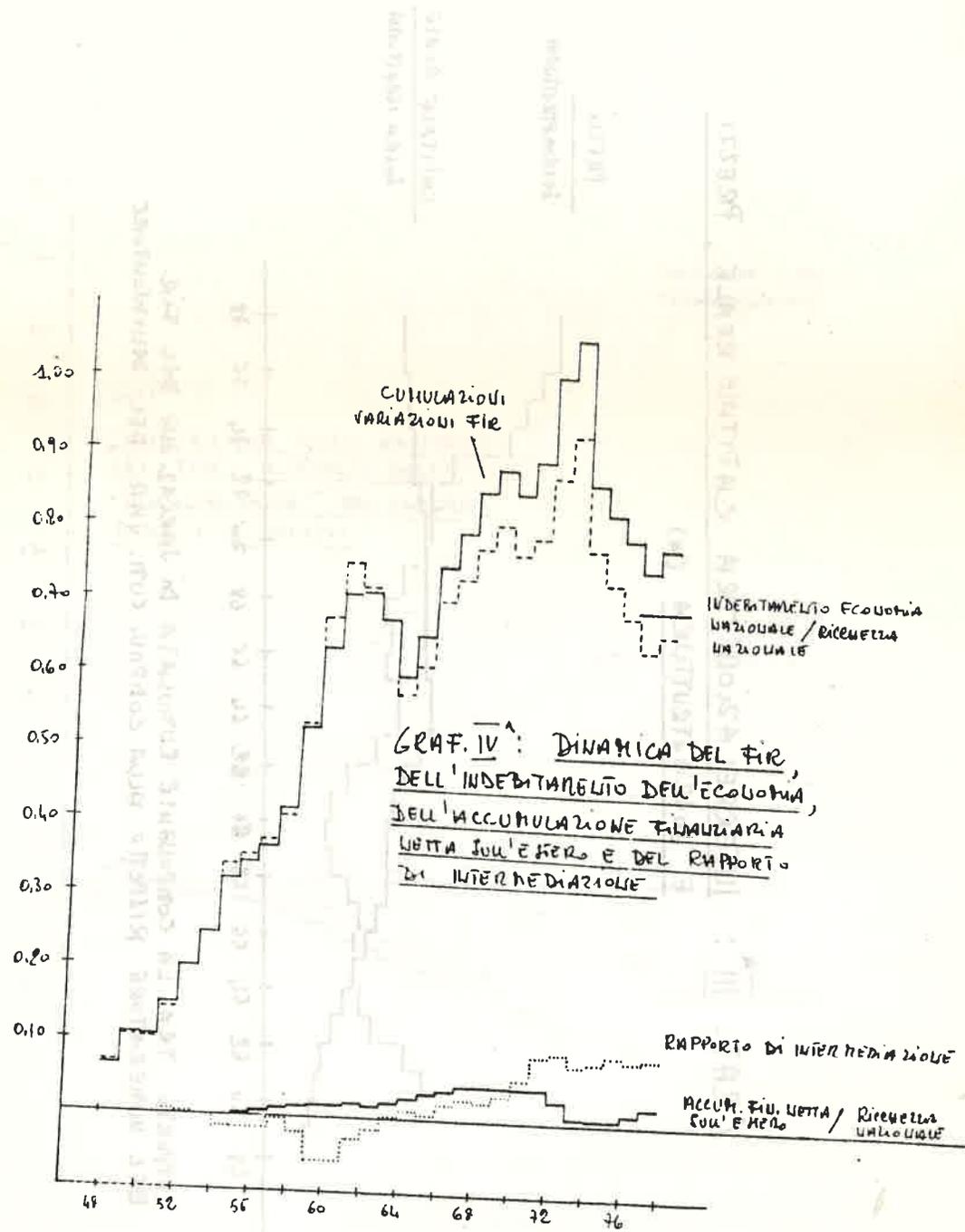




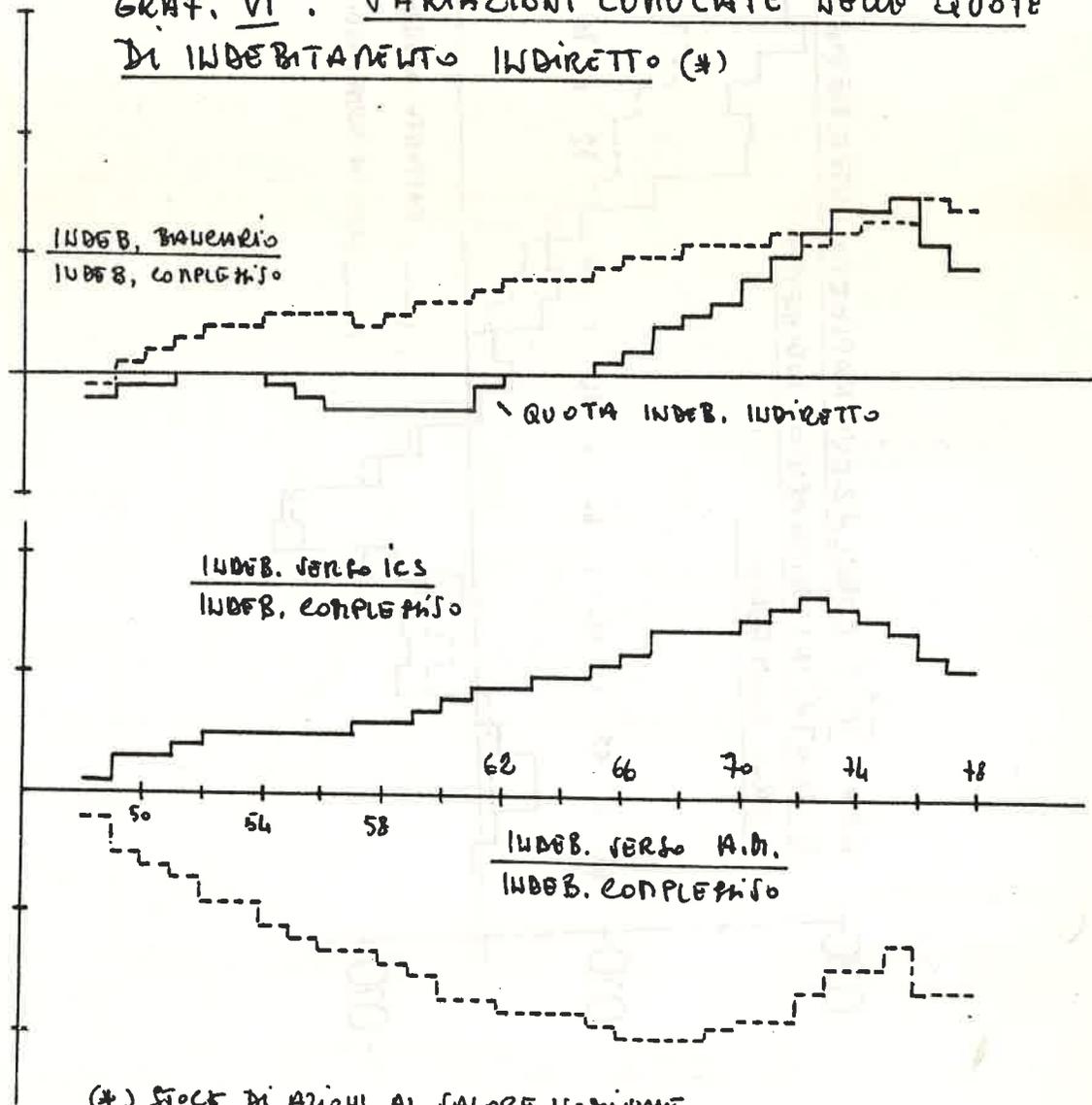
**GRAF. III<sup>a</sup>:** INTERRELAZIONI TRA CAPITALE REALE, PREZZI E STRUTTURA (\*)



(\*) RAPPORTE TRA LA COMPONENTE CUMULATA DI VARIAZIONE DEL FIR DEL NUMERATORE RISPETTO ALLA COMPONENTE CUM. VAR. DEL DENOMINATORE

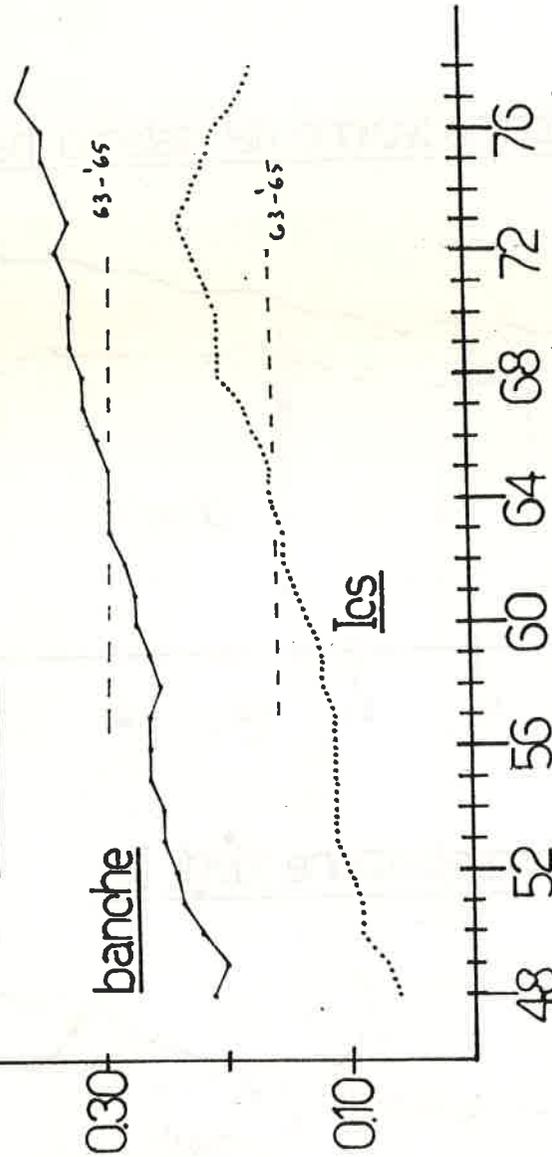


GRAF. VI<sup>A</sup>: VARIACIONI CUMULATE NEUW QUOTE  
DI INDEBITAMENTO INDIRETTO (\*)



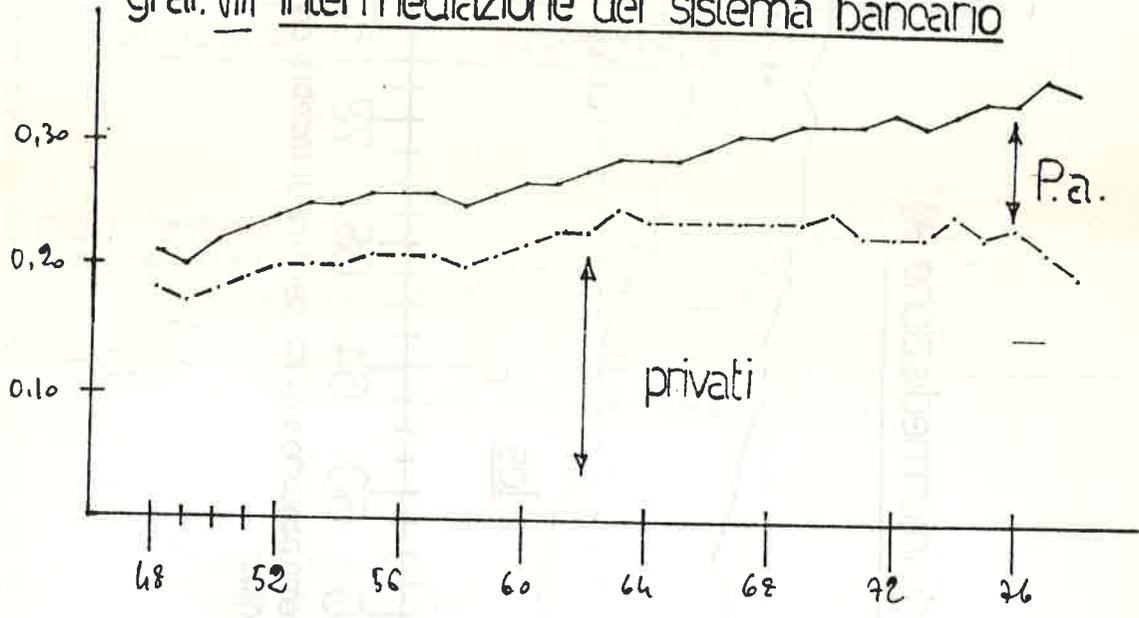
(\*) STOCK DI AZIONI AL VALORE NOMINALE

graf. VII<sup>A</sup> quote di intermediazione (\*)

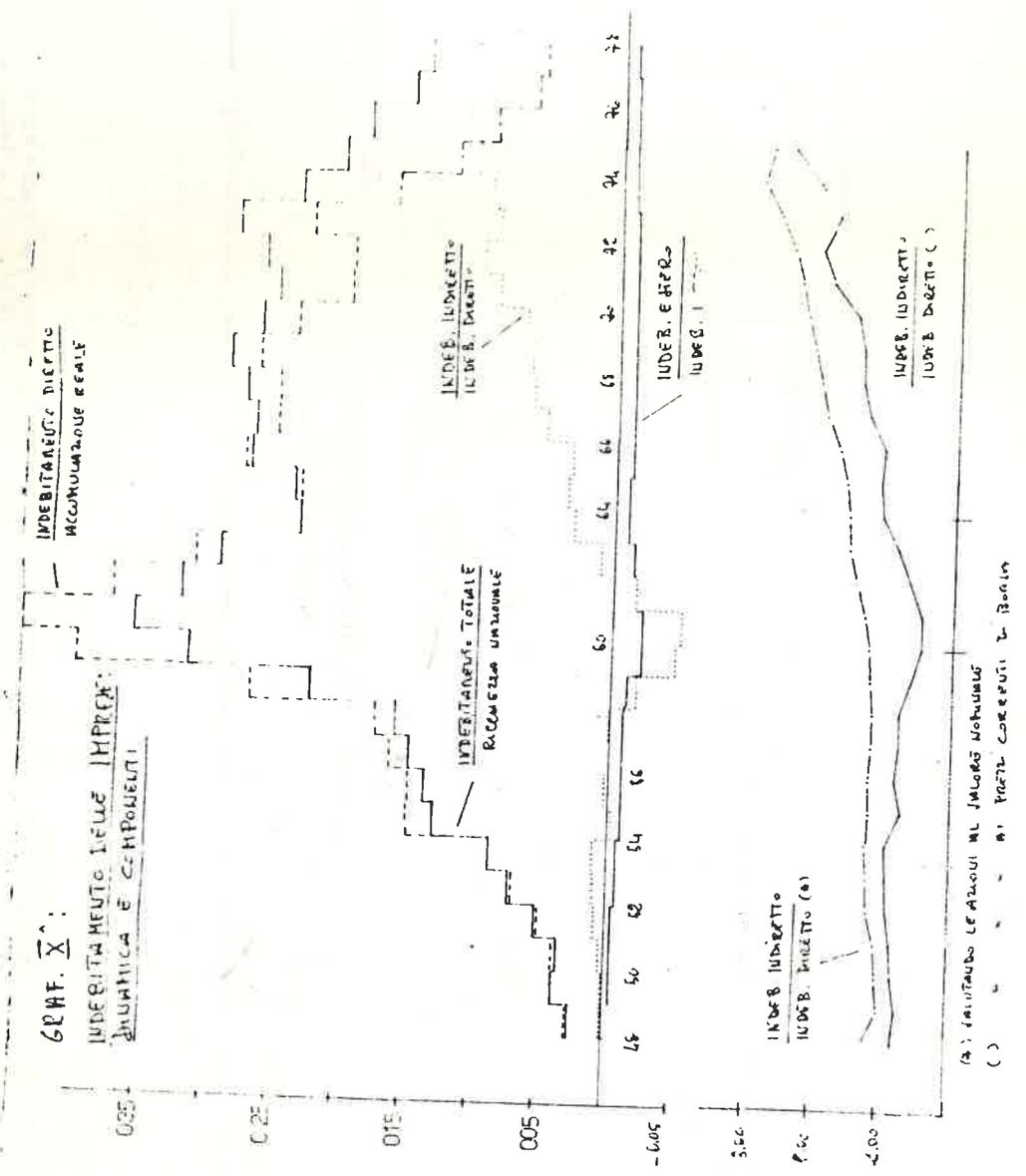
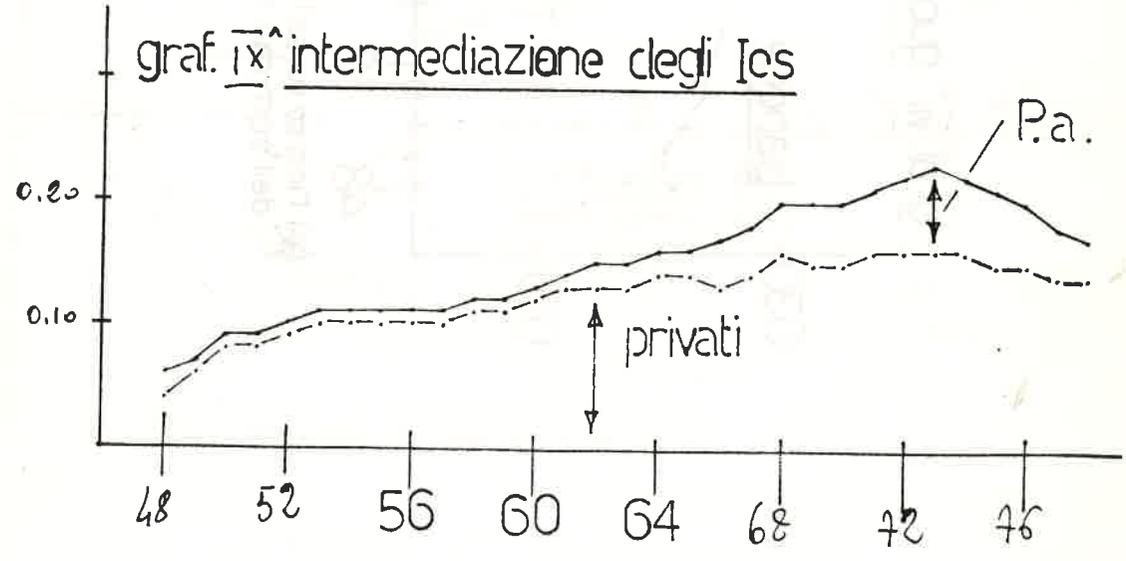


(\*) Ricorso verso il sistema bancario e gli ICS per lira di indebit. comples. dell'economia nazionale

graf. VIII intermediazione del sistema bancario

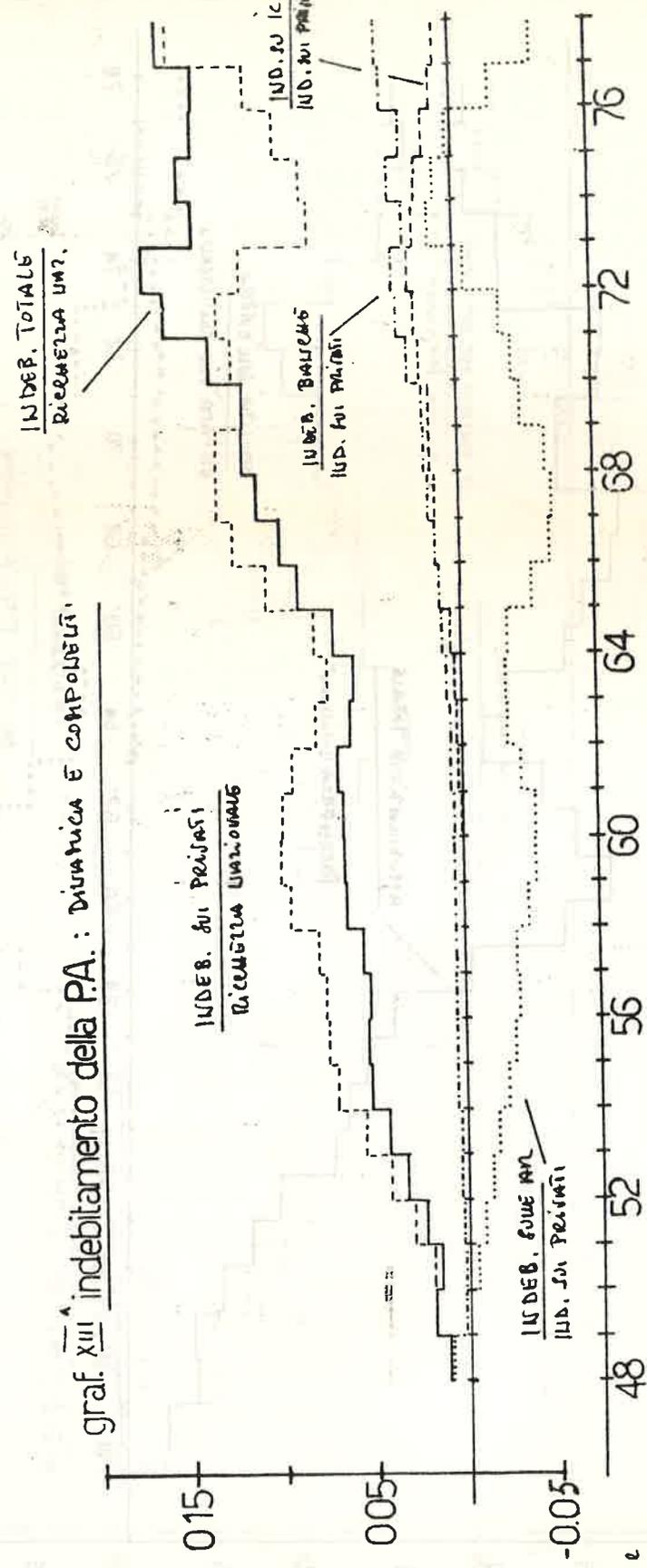


graf. IX intermediazione degli Ics



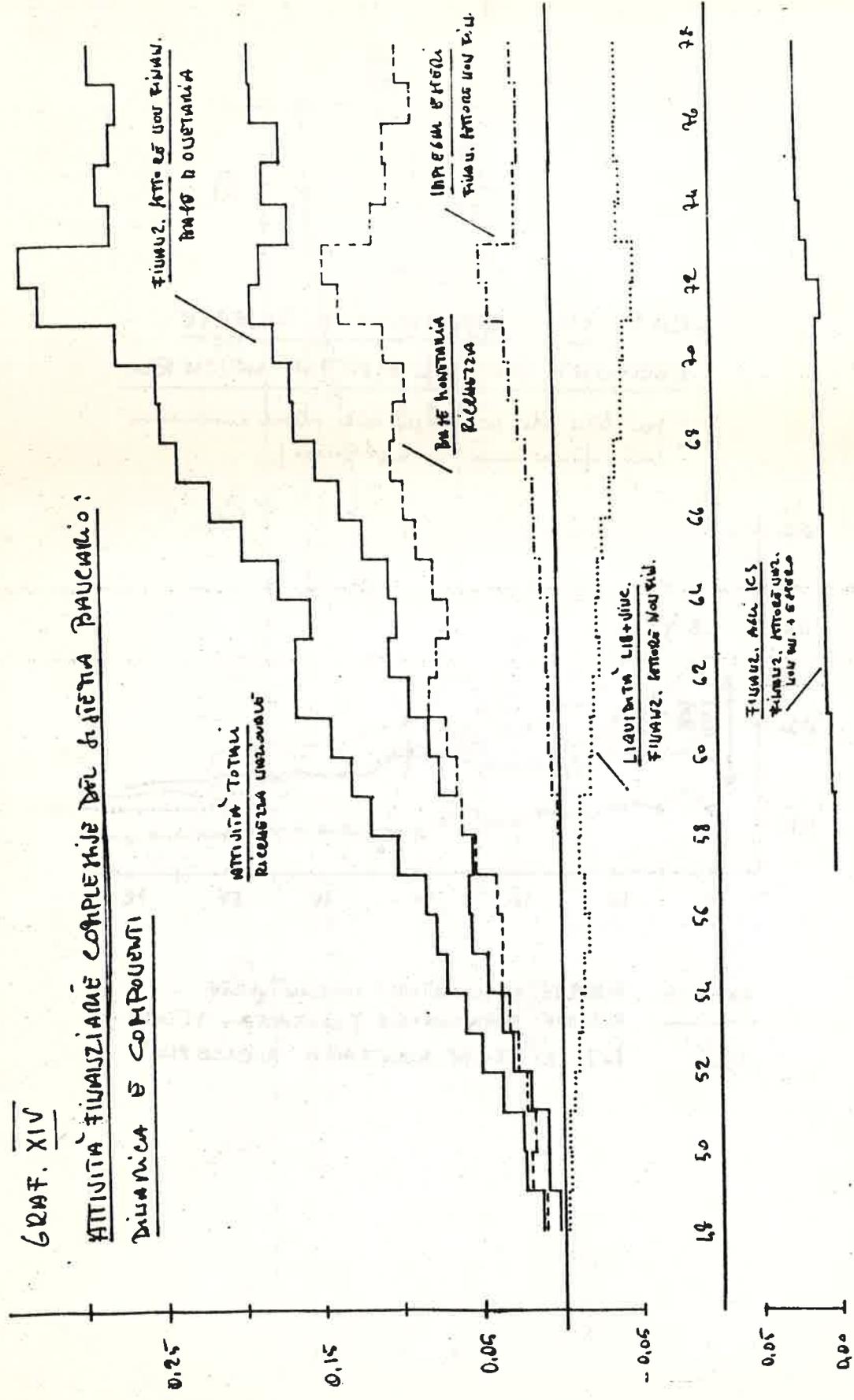


graf. XIII indebitamento della P.A. : dinamica e componenti



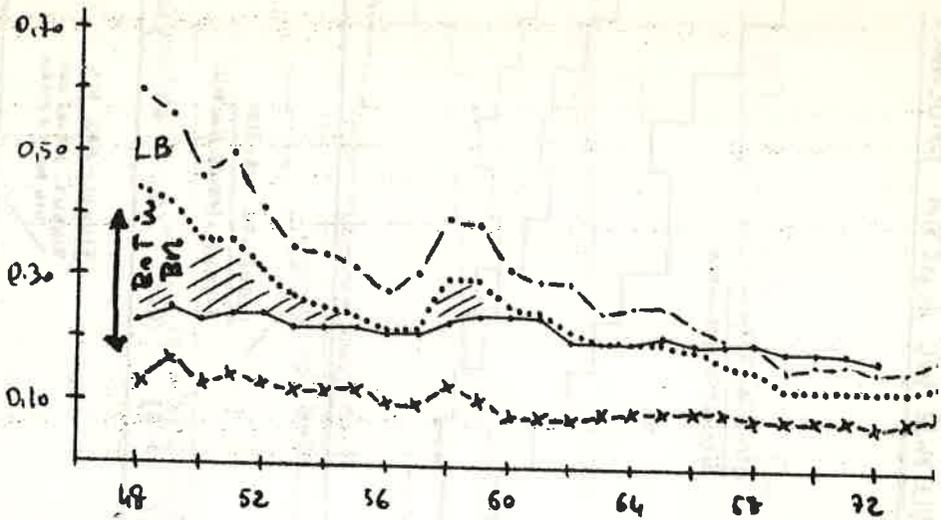
GRAF. XIV

ATTIVITÀ FINANZIARIE COMPLETE DEL SISTEMA BANCARIO:  
DINAMICA E COMPONENTI

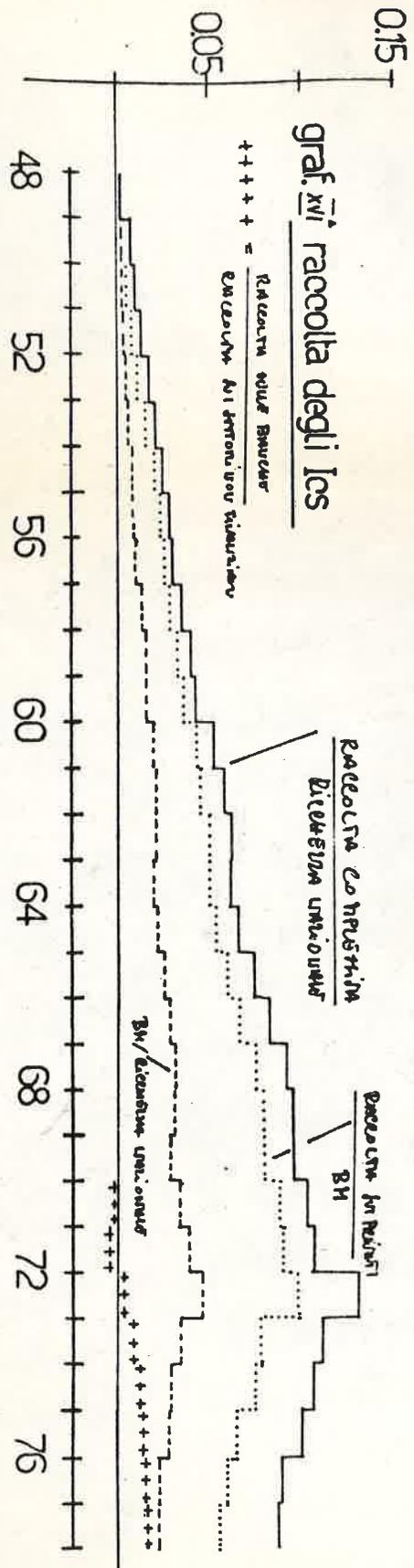


GRAF. XV<sup>a</sup> LIQUIDITA' E RISERVE  
OBBLIGATORIE DEL SISTEMA BANCARIO

(per lire di impieghi nel settore industriale  
non finanziario e nell'Estero).



x-x-x-x RISERVE OBBLIGATORIE IN CONTANTE  
 ——— RISERVE OBBLIGATORIE (CONTANTE + TITOLI)  
 // // // BOT IN BANCHE NON ITALIANE "IN CEE E ALI"



graf. XVI<sup>a</sup> raccolta degli ICS

+++ + + = RACCOLTA SUL BANCAR  
 ——— RACCOLTA AL TERZO VOLO RIFORMATO

RACCOLTA COOPERATIVA  
 DI CREDITO UNICO

RACCOLTA IN BANCA  
 BI