

Carlo Panico

**L'EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA
FINANZIARIA ITALIANA TRA RICERCA
DELLA STABILITÀ E FINANZIAMENTO
DEI SETTORI PRODUTTIVI**



*Quaderni a cura dell'Istituto di Economia, Statistica e Analisi
del Territorio della Facoltà di Scienze Politiche dell'Università di
Messina, via Tommaso Cannizzaro, 9.*

Il lavoro qui presentato sviluppa temi contenuti in un saggio pubblicato in collaborazione con B. Jossa, cui rivolgo particolari ringraziamenti per le molte discussioni e per avermi consentito l'uso del materiale precedentemente prodotto. Ringrazio anche M. Fernández Grela per alcuni utili commenti. Infine ringrazio il C.N.R. ed il Ministero della Pubblica Istruzione per i finanziamenti concessi alle ricerche qui presentate. Resta mia la responsabilità per il contenuto del lavoro.

INTRODUZIONE

Il presente lavoro descrive l'evoluzione del sistema finanziario italiano soffermandosi sul rapporto tra stabilità, regolamentazione ed efficienza¹, nel periodo corrispondente agli ultimi tre governatorati della Banca d'Italia (Carli, Baffi e Ciampi). Lo scopo è di evidenziare le complesse interazioni tra la necessità di finanziare efficientemente le attività produttive e le scelte delle Autorità Monetarie miranti ad accrescere la stabilità del sistema finanziario. Queste scelte, si sosterrà in quel che segue, vanno inserite tra i fattori che maggiormente determinano l'evoluzione del sistema finanziario.

Senza negare l'importanza che hanno altri fattori nel generare processi di innovazione nella struttura finanziaria, nel corso del presente lavoro si sottolineerà il ruolo di direzione, ovvero di stimolo e guida, delle Autorità Monetarie nel generare tali processi. Ciò contrasta con le interpretazioni dominanti nella letteratura economica, che considerano come cause principali dei processi innovativi i cambiamenti nelle preferenze dei detentori della ricchezza finanziaria e nei comportamenti dei settori con saldi finanziari passivi. Inoltre, queste interpretazioni si concentrano, per quel che riguarda gli interventi delle Autorità Monetarie,

1 Il termine efficienza può essere sia riferito ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria, sia inteso in senso operativo e allocativo.

sui tentativi delle istituzioni finanziarie di sottrarsi ai vincoli che da essi derivano¹.

La stabilità del sistema, intesa sia nel senso di solvibilità delle istituzioni in esso operanti che nel senso di assenza di forti variazioni nel valore interno ed esterno della moneta, è sempre stata fonte di grandi preoccupazioni per le Autorità Monetarie italiane, costrette, fino alla seconda guerra mondiale, a fronteggiare un susseguirsi di gravissime crisi finanziarie. Queste crisi hanno cessato di manifestarsi negli anni successivi, quando le Autorità Monetarie sono riuscite ad aumentare l'efficacia dei loro interventi e a conferire al sistema un elevato grado di stabilità, pur in presenza di profonde trasformazioni della società e della economia e di forti incertezza nei mercati internazionali.

Va a riguardo ricordato che fino alla prima metà degli anni settanta, le Autorità Monetarie italiane hanno dovuto confrontarsi con una struttura sociale e produttiva resa fragile dai conflitti sociali, dalla presenza di una classe imprenditoriale più volte accusata di preferire gli investimenti finanziari all'estero a quelli produttivi nel paese, e dal prevalere di

1 Per alcuni rilevanti contributi sul tema, il cui contenuto conferma la tendenza a trascurare il ruolo di direzione delle Autorità Monetarie, si veda Akhtar, 1983; Greenbaum e Haywood, 1971; Silber, 1983; e Van Horne, 1985. Questa tendenza appare in parte attenuata nella letteratura italiana, in cui è possibile distinguere due linee interpretative. (Si veda Sarcinelli, 1982, p. 191 e Nardozzi, 1983, p. 136). Accanto ad un'interpretazione dominante, che si concentra sugli andamenti della domanda e sulle preferenze dei possessori di attività finanziarie (si veda Cesarini, 1976, cap. 3; Conigliani e Padoa Schioppa, 1978; Arcelli, 1982, pp. 18-19), compare una seconda interpretazione che sottolinea invece, gli effetti provocati sulla struttura finanziaria dai provvedimenti di politica monetaria, siano essi congiunturali, strutturali o prudenziali (cfr. Gnesutta, 1983). Nel corso del lavoro si faranno ulteriori riferimenti alla letteratura italiana e straniera, a conferma di quanto qui sostenuto.

concentrazioni e spinte corporative (tra cui quelle che inducevano la continua crescita di un settore pubblico inefficiente) non sempre in linea con gli obiettivi di sviluppo economico e democratico. Negli anni più recenti, inoltre, esse hanno dovuto riadeguare i propri obiettivi e strumenti di intervento prima alla necessità di rispondere alla crisi energetica e alle distorsioni ed inefficienze delle politiche precedenti, poi ai cambiamenti strutturali verificatisi nell'economia mondiale e alla crescita della imprenditoria nazionale.

Per garantire la stabilità di un sistema finanziario segmentato e oligopolistico come quello italiano, e fornire al tempo stesso i mezzi finanziari necessari allo sviluppo, le Autorità Monetarie hanno potenziato gli strumenti di controllo e vigilanza sugli operatori finanziari riuscendo così ad evitare che il loro comportamento speculativo vanificasse il perseguimento degli obiettivi della politica monetaria.

Il lavoro si svilupperà come segue. Dopo una prima sezione in cui si delineeranno le caratteristiche principali dell'ordinamento bancario italiano e il ruolo che in esso può assumere la banca centrale, si passerà, nella Sezione 2, ad esaminare il modo in cui, durante il governatorato Carli (1960-75), le Autorità Monetarie italiane hanno cercato di accrescere l'efficacia dei loro interventi, ottenendo il *consenso* dei principali operatori dei mercati finanziari alle linee di politica monetaria prescelte. Questa linea di condotta ha notevolmente influenzato l'evoluzione del sistema finanziario, che ha visto la crescita dell'intermediazione bancaria, la caduta costante della borsa, e l'emergere di distorsioni ed inefficienze nel finanziamento delle attività produttive.

Nella Sezione 3, si descriverà come, durante i governatorati Baffi (1975-79) e Ciampi (1979-...), questa impostazione sia stata abbandonata per la difficoltà di controllare gli aggregati monetari ottenendo il *consenso* degli operatori dei mercati finanziari, in un periodo di recessione e inflazione. La decisione delle Autorità Monetarie di adoperarsi per favorire il riequilibrio dei conti finanziari delle imprese, e di rendere autonoma la creazione di base monetaria dalle crescenti esigenze del settore pubblico, si argomenterà, ha giocato un ruolo rilevante nel determinare l'evoluzione del sistema finanziario, spingendo verso la disintermediazione bancaria, la formazione e la crescita dei mercati monetari e azionari, e la riconversione di molti istituti di credito verso attività di servizi alle famiglie e alle imprese.

Può essere utile, a questo stadio del lavoro, tracciare un quadro sintetico delle principali linee di tendenza del sistema finanziario italiano nel periodo qui considerato. In Italia, l'attività di intermediazione bancaria ha sempre avuto un'importanza particolare ed un peso via via crescente fino alla metà degli anni settanta, sia per i mercati saldi finanziari attivi e passivi dei diversi settori¹, sia per la crescente incapacità dei mercati finanziari a mettere in contatto *diretto* le famiglie con le imprese e la Pubblica Amministrazione. Ciò è evidenziato dai dati riportati nelle Tavole 1-4, in cui si nota che la consistenza dei depositi delle banche ordinarie nei portafogli finanziari delle famiglie è passata dal 27.9% del 1963 al 53.8% del 1977.

1 Per un confronto tra i dati italiani e quelli di altri paesi, si veda Onado, 1980, pp. 24-27 e tab 1.

La crescente intermediazione di questi anni è stata accompagnata da un altro fenomeno: la crisi della borsa valori e la fuga delle famiglie dal mercato azionario. Questa crisi non è un fenomeno di breve durata, essendo iniziata nel 1963, a seguito della nazionalizzazione delle imprese del settore elettrico, e protrattasi fino al 1978. Nel 1963 i portafogli finanziari delle famiglie erano investiti per il 23.7% in azioni; negli anni successivi tale quota scendeva di continuo e, se già nel 1964 era del 16.5% essa toccava il 6.2% nel 1972; l'1.9% nel 1975 ed appena lo 0.7% nel 1977, come mostra la Tavola 1.

Un altro rilevante fenomeno che ha accompagnato la crescente intermediazione bancaria di quegli anni è stato il continuo peggioramento della situazione finanziaria delle imprese. La Tavola 5 mostra come in quegli anni siano notevolmente diminuiti i mezzi propri delle imprese rispetto ai loro debiti a breve e lungo termine. La somma delle voci 'azioni' e 'fondi di dotazione' è passata dal 46.6% del 1963 al 30.2% del 1970 e al 18.6% del 1976, mentre la somma dei debiti a breve, a lungo e sotto forma di obbligazioni passa dal 52.6% del 1963 al 68.8% del 1970 e al 79.8% del 1976.

A partire dal 1977, come le stesse tavole 1-4 mostrano, si ha un'inversione di tendenza nella struttura finanziaria. Il peso dei depositi delle banche ordinarie nei portafogli finanziari delle famiglie tende a diminuire, passando dal 53.8% del 1977 al 30% del 1986. Questo fenomeno di disintermediazione bancaria si è accompagnato ad una ripresa dei mercati mobiliari, con un'espansione iniziale dei mercati monetari, specie per quel che riguarda i titoli di Stato, seguita da quella

dei mercati azionari e dei fondi comuni di investimento. Il totale dei valori mobiliari (titoli a breve e lungo termine e azioni), come indica la Tavola 1, passa dal 13.1% del 1977 al 41.3% del 1986. Dal 1984 in poi si osserva una rapida crescita dei fondi comuni di investimento, seguita da un vero e proprio boom dell'investimento azionario. Già nel 1986, come mostra la Tavola 1, i fondi comuni di investimento rappresentano il 6.8% della consistenza del portafoglio delle famiglie, mentre gli investimenti in azioni negli anni 1985 e 1986 rappresentano rispettivamente, come mostra la Tavola 4, il 25.5% ed il 28.9% dell'incremento del portafoglio delle famiglie in quegli anni.

Infine, le strutture finanziarie delle imprese mostrano netti miglioramenti, come indica la Tavola 5, preannunziati dai valori relativi agli anni 1973 e 1974. Dal 1976 in poi, si ha un aumento dei mezzi propri (azioni e fondi di dotazione), che passano dal 18.6% di quell'anno al 65.4% del 1986.

1. L'ORDINAMENTO BANCARIO ITALIANO.

L'ordinamento bancario italiano è ancora regolato dalla Legge Bancaria del 1936. La longevità di questa legge viene fatta dipendere dalla sua duttilità, ossia dal fatto che essa, invece di definire l'assetto del sistema bancario, sancisce il principio che tale sistema deve essere regolamentato ed attribuisce al sistema bancario stesso e, per esso, alla banca centrale il compito di determinare, nel corso della sua evoluzione, la struttura finanziaria ottimale. Essa, inoltre, a differenza, ad esempio, di quella francese, lascia alla banca centrale la possibilità di definire il proprio ruolo e l'ambito dei propri interventi rispetto alle altre istituzioni finanziarie esistenti, al governo ed agli altri organismi preposti alla definizione della politica economica.

La Banca d'Italia può, ad esempio, mettere a punto una propria visione delle modalità di sviluppo della economia e confrontarla con quella del governo, oppure, più semplicemente, può assumersi il compito di assecondare la visione dello sviluppo economico messa a punto dal governo, oppure contrastarla unicamente in base a valutazioni relative alla stabilità della moneta e all'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Rispetto alle altre istituzioni finanziarie, la Banca d'Italia può decidere di intensificare l'attività di vigilanza in senso strutturale, ovvero gli interventi sulle strutture esistenti, al fine di modificare la configurazione

del sistema finanziario, oppure può decidere di astenersi da tali interventi, valutando positivamente il grado di efficienza già raggiunto dal sistema.

Queste possibilità lasciate aperte dalla Legge Bancaria hanno trovato pratica applicazione nella recente esperienza italiana¹. Il governatore Carli, in particolare, aveva definito il ruolo della Banca d'Italia rispetto al governo in modo ampio. Con la costituzione di un attrezzatissimo "Ufficio Studi", l'incremento dell'attività di vigilanza prudenziale di tipo discrezionale e la riduzione di quella di tipo strutturale, la Banca d'Italia acquisì un peso sempre più rilevante nella definizione delle linee di sviluppo economico italiano e delle scelte di politica economica².

Diversa è stata invece l'impostazione data all'attività della Banca d'Italia dai due più recenti governatori, Baffi e Ciampi. Nel corso dei loro governatorati, la Banca d'Italia ha abbandonato l'idea di partecipare direttamente alla definizione delle linee di sviluppo economico del paese assumendo gradualmente il ruolo di una istituzione che si presenta come politicamente neutrale, e che vuole responsabilizzare il governo, il Parlamento e le stesse parti sociali, ponendole di fronte a vincoli 'predeterminati' di natura monetaria. Essa ha poi incrementato notevolmente gli interventi di vigilanza strutturale, al fine di riformare il sistema finanziario e puntare ad una gestione della politica monetaria che privilegiasse l'uso degli strumenti di mercato rispetto all'ottenimento del consenso degli operatori finanziari³.

1 Per un'analisi più approfondita, si veda Nardozi 1983 e Onado 1984.

2 Ci intratterremo più diffusamente su questi temi nella successiva sezione 2.

3 Su questi temi si veda Nardozi, 1983, pp. 128-129.

Le diverse impostazioni dei tre governatori riflettono sia la loro differente personalità e formazione, sia le mutate condizioni interne ed internazionali, in cui essi hanno operato. La specificazione di queste impostazioni consentirà nel seguito del lavoro di inquadrare i provvedimenti di politica monetaria, presi durante il loro governatorato, che hanno avuto una influenza significativa sull'evoluzione della struttura finanziaria.

2. IL GOVERNATORATO CARLI.

2.1. Una valutazione diffusa sull'operato del governatorato Carli sostiene che, se questi è stato un brillante protagonista della politica monetaria nonché lo stratega di sofisticate manovre creditizie, non molto merito gli si può dare per i risultati ottenuti nel perseguimento delle riforme delle strutture finanziarie¹. Per alcuni autori², che considerano la Banca d'Italia la protagonista principale delle vicende finanziarie italiane in quanto soggetto autonomo con ampia capacità di controllare e indirizzare il sistema finanziario, tale valutazione implica una critica di scarso impegno nell'indirizzare il sistema finanziario verso forme organizzative più idonee alle esigenze di finanziamento del processo di accumulazione in Italia. Una posizione più cauta è invece sostenuta da altri autori³ che considerano l'operato della Banca d'Italia sul piano delle riforme strutturali, come determinato, in buona parte, da altri soggetti economici. Costoro, mentre concordano nel constatare uno scarso impegno della Banca d'Italia per la realizzazione delle riforme strutturali, ritengono che l'attuazione di queste riforme non dipende *unicamente* dalla volontà dell'istituto di emissione. Per essi, tanto le interpretazioni che attribuiscono alla Banca d'Italia una ampia capacità di controllo sul sistema finanziario, come quelle che prestano scarsa attenzione a queste capacità, mancano di cogliere la complessità di funzionamento del settore

1 Si veda Mengarelli, 1979, pp. 19-20; Marconi, 1979; Gnesutta, 1983.

2 Si veda de Cecco, 1976; Nardozzi, 1983; e Onado, 1984.

3 Si veda Gnesutta, 1983; Marconi, 1979; e Mengarelli, 1979.

finanziario, ed il complesso articolarsi dell'attività della banca centrale tra le possibilità di intervento, di cui certo dispone, ed i vincoli a cui è soggetta. Se l'azione della Banca d'Italia ha inciso sulla struttura finanziaria italiana, essi sostengono, ciò è avvenuto in un complesso intreccio con l'azione di altri soggetti¹.

2.2. Durante il governatorato Carli, la gestione della Banca d'Italia fu decisamente orientata ad accrescere il peso della banca centrale nelle scelte di politica economica e nella definizione delle linee di sviluppo dell'economia. Questo obiettivo, secondo alcuni autori, fu perseguito promuovendo l'immagine di seria professionalità dell'istituto di emissione ed aumentando i suoi poteri di controllo sugli operatori finanziari. Il potenziamento dell'Ufficio Studi della Banca d'Italia, l'uso dell'istituto della vigilanza come "strumento di controllo politico ed organizzazione di consenso nei confronti del sistema bancario" (Onado, 1984), e l'uso del sistema finanziario come "stanza di compensazione" dei conflitti di potere che emergevano all'interno della classe dirigente italiana², rientrano quindi tra gli strumenti maggiormente adoperati.

Questa impostazione della gestione della banca centrale e della politica monetaria fu resa possibile dalle condizioni economiche, sia interne che internazionali, che prevalsero negli anni sessanta. La stessa impostazione, come si dirà nel seguito, fu tuttavia mantenuta anche agli

1 Si veda Gnesutta, 1983, pp. 87-89.

2 Si veda de Cecco, 1976, p. 36; Nardozzi, 1983, p. 129; e Onado 1984.

inizi degli anni settanta, nonostante i cambiamenti che si realizzarono nella situazione economica interna ed internazionale.

2.3. Per il discorso che andiamo facendo, gli aspetti che caratterizzarono in modo più rilevante le condizioni economiche italiane degli anni sessanta, dopo la crisi del 1963-1964, furono:

- a) la caduta degli investimenti;
- b) i deficit del settore pubblico;
- c) i surplus della bilancia commerciale, quasi ininterrotti dal 1964 al 1972.

I surplus della bilancia commerciale¹ permisero alle Autorità Monetarie di finanziare il deficit pubblico mediante aumenti dell'offerta di moneta e condurre, senza eccessive preoccupazioni, una politica di bassi tassi di interesse. Queste condizioni possono contribuire a spiegare due aspetti caratteristici del comportamento delle Autorità Monetarie in quegli anni. Da un lato, il basso costo del denaro non faceva porre all'ordine del giorno il problema dell'efficienza operativa della struttura creditizia e non faceva avvertire la necessità di interventi volti ad influenzare l'efficienza del sistema finanziario². Dall'altro lato, la mancanza di vincoli alla bilancia commerciale non metteva le Autorità Monetarie in condizioni di dover restringere la creazione di liquidità, rendendo di conseguenza

1 A partire dal 1964, la somma dei saldi finanziari del settore pubblico e dell'estero divenne positiva e si mantenne in netta ascesa per un lungo periodo di tempo. Si veda Cotula e Morcaldo, 1979, fig. 2.1.

2 La Relazione della Banca d'Italia del 1968 espresse un giudizio apertamente positivo sul grado di efficienza del sistema bancario, benché si andassero già manifestando i problemi di finanziamento dell'attività produttiva, di cui si dirà nel seguito.

attuabile l'uso del sistema creditizio come "cassa di compensazione" dei conflitti di potere.

2.4. In verità, nei primissimi anni del suo governatorato, Carli aveva espresso opinioni e preso iniziative di natura opposta a quelle degli anni successivi¹. In conformità con le linee di azione già espresse dalla Banca d'Italia a partire dal 1957, il nuovo governatore si presentò proponendo ampie riforme della struttura finanziaria esistente, perché, a suo giudizio, i meccanismi di trasmissione della politica monetaria erano troppo basati sul *consenso* delle parti interessate e sulla *moral suasion* della banca centrale, anziché sui meccanismi di mercato, e nella struttura finanziaria italiana prevalevano elementi di concentrazione a discapito di quelli concorrenziali. Per modificare questa situazione, all'inizio del suo governatorato, prendendo a modello l'esperienza anglosassone, Carli voleva far compiere al sistema finanziario il passaggio "dal consenso al mercato" (de Cecco, 1976, p. 80), come è provato dal fatto che egli pensò indubbiamente ad un rilancio della borsa in Italia favorito dalla formazione di "investitori istituzionali" e fu contrario al rafforzamento dei legami tra banche e imprese che allora si andava manifestando². Carli fu inoltre favorevole alla creazione di un ampio mercato monetario, per consentire il controllo del credito e dell'intera struttura dei saggi di interesse attraverso operazioni di mercato aperto, e a tal fine tentò di intervenire sulle tecniche di emissione dei BOT e sul mercato dei conti interbancari.

1 Per una dettagliata analisi, si veda de Cecco, 1967 e Marconi, 1979.

2 Si veda de Cecco, 1967, pp. 79 e segg., e Marconi, 1979, p. 239.

Tuttavia a questi progetti del governatore, che certamente furono di ampio respiro, mancò un sufficiente realismo e una adeguata valutazione della forza conservatrice dell'*establishment* finanziario. Questa inadeguata valutazione rese le sue analisi sulla ristrutturazione dei mercati a medio e lungo termine poco più che belle enunciazioni della necessità che questi mercati funzionassero adeguatamente, in sintonia con i mercati monetari¹.

Ed infatti, nessuno dei molti progetti di riforma² ebbe successo. Inoltre, a causa della resistenza delle banche agli interventi sui mercati dei conti interbancari e sul costo della raccolta, e a causa delle crescenti esigenze del Tesoro nell'acquisizione di fondi liquidi, la Banca d'Italia non poté seguire che limitatamente le sue consorelle inglesi e americane nell'uso delle operazioni di mercato aperto, tradizionali strumenti di politica monetaria³.

Così, non riuscendo ad adeguare la realtà al suo modello, il governatore prese coscienza degli elementi di concentrazione esistenti nel sistema finanziario, ed optò esplicitamente per una visione del ruolo della banca centrale, che portava quest'ultima ad essere protagonista attiva, in contrapposizione dialettica con i principali operatori finanziari, con il governo e con gli altri operatori economici, nella conduzione della politica monetaria e nella formazione della politica economica e delle linee

1 Si veda Mengarelli, 1979, p. 22.

2 Si possono citare ad esempio il progetto di riforma tendente a trasformare l'attività degli Istituti di Credito Speciale, quello che prevedeva di affidare alla Banca d'Italia la vigilanza della Borsa, e quello governativo del 1964 sui fondi comuni di investimento.

3 Si veda Marconi, 1979, p. 239.

di sviluppo dell'economia. Questa nuova visione, espressa in alcuni scritti e discorsi del governatore¹, si concretizzò in quella politica d'intervento che, secondo alcuni autori, si è basata sull'uso del sistema creditizio come 'cassa di compensazione' dei conflitti che emergevano all'interno della classe dirigente italiana.

2.5. Coloro che sostengono che nel corso del governatorato Carli il sistema creditizio fu usato come 'cassa di compensazione' dei conflitti che emergevano all'interno della classe dirigente italiana, fanno notare come gli interventi delle Autorità Monetarie tendessero a creare condizioni di privilegio per alcuni rilevanti operatori dei mercati finanziari, quali le grandi imprese oligopolistiche, il Tesoro e le banche ordinarie. La creazione di queste aree di privilegio, secondo questi autori², finiva tuttavia, con l'essere più funzionale alle esigenze delle Autorità Monetarie di accrescere l'efficacia dei suoi interventi che alle esigenze effettive dell'accumulazione.

2.6. All'interno della struttura finanziaria un circuito di credito privilegiato fu riservato alle grandi imprese oligopolistiche. Sulla formazione di questo circuito privilegiato e sulle conseguenze che esso ebbe sul finanziamento dello sviluppo economico italiano si sono

1 Si veda il discorso di Carli tenuto a Londra alla Camera dei Comuni nel 1966, pubblicato nella rivista *Bancaria* (giugno 1966), e puntualmente analizzato da de Cecco, 1967, pp. 86-88.

2 Si veda de Cecco, 1976 e 1977; e Nardozzi, 1981 e 1983.

concentrate le maggiori critiche all'operato del governatorato Carli, che si possono così sintetizzare.

Agli inizi degli anni sessanta sembrava importante realizzare, tra le altre, due condizioni per attivare e sostenere il processo di accumulazione italiano: a) mantenere condizioni favorevoli alle esportazioni; b) proteggere e stimolare il settore delle imprese di piccole e medie dimensioni, che si era rivelato estremamente dinamico nel 'boom' di fine anni cinquanta.

La politica delle Autorità Monetarie risultò efficiente nel mantenimento della prima condizione. Esse riuscirono a riservare condizioni favorevoli alle esportazioni evitando rivalutazioni del tasso di cambio, grazie ad una struttura dei tassi di interesse che favoriva i movimenti di capitali verso l'estero¹.

Nulla invece fu fatto per favorire il finanziamento del settore delle imprese medio-piccole. A tal fine, la Banca d'Italia avrebbe dovuto intervenire sulla struttura del mercato finanziario, cercando di rendere più efficace la canalizzazione dei fondi verso tale settore. Ma tra l'intervenire "strutturalmente" sul mercato finanziario, confrontandosi con le resistenze delle banche ordinarie, e mantenere un atteggiamento passivo rispetto a questo problema, la Banca d'Italia scelse la seconda via. E' difficile stabilire se questa fu una scelta obbligata o una rinuncia ad

¹ Mentre dal 1947 al 1963 vi fu un continuo disavanzo della bilancia commerciale con un saldo attivo dei movimenti di capitale quasi ininterrotto fino al 1961, dal 1964 in poi per l'aumento delle esportazioni (che compensò la caduta degli investimenti) la bilancia commerciale registrò forti surplus (con l'esclusione del 1967 e del 1970) e i movimenti di capitali divennero passivi.

esercitare una propria capacità d'intervento. Ciò che la letteratura sottolinea a tal proposito è che nelle Relazioni annuali della Banca d'Italia di quegli anni, questa scelta viene presentata in sintonia con la visione della banca centrale sul problema del finanziamento all'accumulazione¹. Da queste Relazioni emerge infatti la tesi che l'autofinanziamento è alla base dell'accumulazione in Italia, per cui compito delle Autorità Monetarie deve essere quello di favorire la ricostituzione dei profitti delle imprese, in caso di eccessiva crescita dei salari. Nessun intervento per una più efficace canalizzazione dei fondi verso i settori investitori più attivi è suggerito nelle citate Relazioni, che considerano il sistema finanziario italiano una realtà da non modificare o, almeno, da modificare assai poco con interventi di tipo strutturale.

Questo atteggiamento contribuì non poco a determinare distorsioni nella struttura finanziarie delle imprese. Scarsa era in quegli anni la possibilità di raccogliere finanziamenti *direttamente* dai settori a saldi finanziari attivi, sia per la crisi della borsa valori, sia perché l'accesso al mercato delle obbligazioni a medio e lungo termine, in espansione in quegli anni, era nullo per le imprese medio-piccole e si mostrò estremamente limitato per le grandi². Alle imprese italiane, specie quelle private, non restava altro che rivolgersi agli unici due intermediari finanziari effettivamente esistenti: gli Istituti di Credito Speciale (ICS),

1 Si veda Nardozi, 1981, pp. 118-120.

2 L'emissione di obbligazioni era soggetta ad autorizzazione della Banca d'Italia che, come si vedrà nel seguito, riservò tale mercato quasi esclusivamente per il finanziamento del settore pubblico. Alcuni autori (si veda Balducci *et al* , 1979, pp. 182-183 e tab. 8 e Bianchi e Morelli, 1979, pp. 141-142) hanno mostrato l'andamento decrescente dal 1962 in poi della quota delle emissioni di obbligazioni private, indicando tra le cause di tale calo anche il regime fiscale sfavorevole alle emissioni di titoli privati.

per il credito a medio e lungo termine, e le banche ordinarie, per il credito a breve. Ma anche su questo fronte i problemi non mancavano, specie per le piccole e medie imprese.

Le istituzioni creditizie che, secondo le Autorità Monetarie, dovevano essere incentivate ad occuparsi dei finanziamenti a medio e lungo termine erano gli ICS. A tal fine le Autorità Monetarie si erano adoperate, assicurando loro un'ampia raccolta di fondi, specie sul mercato obbligazionario, e allargando lo spazio di intervento riservato a questi Istituti, attraverso una estesa politica di credito agevolato. Tale spazio, in linea di principio, doveva favorire le imprese medio-piccole. Ma non fu così. L'accesso di queste imprese a tali forme di credito era reso difficile dalla debolezza della loro organizzazione amministrativa e dalla mancanza di una adeguata assistenza finanziaria da parte degli operatori creditizi. Inoltre, come la pubblicistica dell'epoca non mancò di notare, il credito agevolato fu presto esteso alle imprese di maggiori dimensioni, diventando di appannaggio esclusivo di queste ultime¹. Così, mentre le imprese medio-piccole, un settore tra i più dinamici dell'economia italiana, si trovarono ad affrontare gravi problemi di finanziamento per il mancato accesso al credito a medio e lungo termine², alle grandi imprese fu riservato un circuito di credito privilegiato - quello agevolato gestito dagli ICS - il cui costo risultava molto più basso di quello delle altre forme di finanziamento. E proprio per questo basso costo, le grandi imprese fecero un uso tanto esteso di questa forma di finanziamento da

1 Si veda de Cecco, 1976, p. 33.

2 A causa delle difficoltà di accesso al credito a medio e lungo termine, le imprese di dimensioni minori erano spesso costrette a chiedere alle banche ordinarie prestiti a breve scadenza anche per fini di più lungo termine.

ritrovarsi in pochi anni, come mostra la Tavola 5, con una struttura finanziaria notevolmente indebolita dall'elevato ammontare dei debiti rispetto al capitale di rischio.

La scarsa attenzione delle Autorità Monetarie alle difficoltà delle imprese medio-piccole si manifesta anche in altri interventi che alimentarono la tendenza del settore bancario a preoccuparsi principalmente della raccolta e di una gestione dell'attivo che privilegiava la sicurezza degli impegni a scapito dei rapporti con i settori produttivi¹. Tra le banche ordinarie, le Banche di Interesse Nazionale (BIN) erano quelle che per tradizione avevano rapporti più stretti con il mondo produttivo. La loro gestione era orientata, sin dal tempo in cui sorsero come "banche miste" verso il credito e l'assistenza alla clientela imprenditoriale. Diverso era invece l'atteggiamento delle banche cosiddette minori, come le Banche Popolari e le Casse di Risparmio (CCRR), il cui obiettivo era stato sin ad allora l'accrescimento della raccolta e la garanzia dei risparmi attraverso una scelta degli impieghi che, privilegiando i titoli pubblici e i depositi interbancari, poneva in primo piano la sicurezza. Purtroppo, come era già accaduto negli anni cinquanta, gli interventi delle Autorità Monetarie in materia di concessioni di apertura di nuovi sportelli favorirono le banche minori (specie le CCRR) rispetto alle BIN², accentuando la tendenza del sistema a trascurare i settori produttivi. Tale tendenza fu poi ulteriormente alimentata dagli interventi delle Autorità Monetarie, di cui si parlerà nel seguito, volti ad ampliare il mercato obbligazionario. Questi interventi

1 Si veda Cingano, 1978.

2 Si veda Nardozi, 1983, p. 57.

spinsero le banche ordinarie a cercare di accrescere i propri guadagni investendo in questo mercato, anziché attraverso una politica attenta alle esigenze delle imprese, e capace di fornire loro, come poi è accaduto negli anni più recenti, quella assistenza finanziaria di cui avevano bisogno per ottenere un più agevole accesso a tutte le forme di finanziamento ed una struttura finanziaria più equilibrata.

L'atteggiamento passivo delle Autorità Monetarie rispetto alla necessità di una più efficace canalizzazione delle risorse finanziarie verso i settori produttivi più dinamici, fu quindi la causa, secondo i critici, di molti problemi e distorsioni nelle strutture finanziarie delle imprese, problemi che tendevano ad aggravarsi, specie per le imprese medio-piccole, nei momenti di restrizione finanziaria, data l'intoccabilità dei circuiti privilegiati di credito concessi alle grandi imprese e al settore pubblico¹.

2.7. Per le esigenze del settore pubblico, già in quegli anni in continua espansione anche per l'attuazione della «strategia delle riforme» iniziata con i governi di centro-sinistra, fu creata una seconda "area privilegiata di credito", attraverso l'ampliamento del mercato obbligazionario a lungo termine ed il mantenimento di condizioni favorevoli per l'emissione di titoli pubblici.

1 Si veda de Cecco, 1976, p. 33.

Molti interventi delle Autorità Monetarie furono rivolti alla realizzazione di tale obiettivo. Come la letteratura ha fatto notare¹, nel 1966 la Banca d'Italia accrebbe l'ammontare di crediti concessi su pegno di obbligazioni e, a partire dall'ottobre 1965, fu ampliata notevolmente la gamma di titoli pubblici accettabili in adempimento degli obblighi di riserva sui depositi a risparmio. Si cercò poi di favorire l'emissione di titoli pubblici rispetto a quelli privati sia nella concessione delle autorizzazioni, prerogativa spettante alla Banca d'Italia, sia nel regime fiscale². Ma il principale di questi interventi fu la politica di stabilizzazione del corso dei titoli, adottata dal 1965 in poi. Annunziando la loro intenzione di mantenere stabile il corso dei titoli, le Autorità Monetarie si proponevano di farne aumentare la domanda, ponendo così le condizioni per l'allargamento di questo mercato.

Dell'allargamento del mercato obbligazionario beneficiarono anche gli ICS, la cui raccolta avveniva principalmente tramite titoli a reddito fisso. Una buona parte dei fondi raccolti dagli ICS, tuttavia, finì ancora una volta verso il settore pubblico³ nella forma di finanziamento dei programmi di investimento nelle zone depresse a tasso agevolato.

La crescita del mercato obbligazionario a lungo termine poteva, in linea di principio, favorire la disintermediazione bancaria: i titoli a reddito fisso, grazie alla loro accresciuta liquidità, potevano fare concorrenza ai depositi nelle scelte di portafoglio delle famiglie, creando un canale

1 Si veda Jossa, 1983, p. 1348, a cui questo capoverso fa riferimento.

2 Si veda anche Bianchi e Morelli, 1979.

3 Le obbligazioni emesse per conto del Tesoro dagli ICS che nel 1959 erano il 6.58% delle passività degli stessi superano il 22% nei primi anni settanta. Cfr. Conigliani e Padoa Schioppa, 1978, tav. 5.

diretto tra queste ed il settore pubblico. Ma, come si dirà di qui a poco, questo fenomeno non si verificò.

2.8. Condizioni di privilegio all'interno della struttura finanziaria furono assicurate anche alle banche ordinarie, nei cui confronti, la Banca d'Italia operò per accrescere la sua capacità di ottenerne il controllo ed il consenso.

A tal fine, essa da un lato attivò e mantenne in vita strumenti che ponevano le banche ordinarie in condizioni di dipendenza rispetto alla banca centrale; dall'altro, permise loro di mantenere posizioni oligopolistiche e di privilegio sui mercati finanziari.

La dipendenza delle banche ordinarie dalla banca centrale fu mantenuta attraverso l'uso *discrezionale* dell'attività di vigilanza, che si concentrò sugli interventi di *prudential regulation*, ovvero sui controlli dei gradi di rischio delle operazioni delle banche. E' proprio di quegli anni la istituzione della "Centrale Rischi", rivolta ad aumentare la raccolta ed il coordinamento delle informazioni sugli impegni assunti dalle singole banche, anche al fine di bloccare specifiche operazioni ritenute dalla Banca d'Italia eccessivamente rischiose. Il carattere discrezionale di tali interventi rafforzava il potere della banca centrale sulle banche ordinarie, infittendo la rete di rapporti bilaterali tra la prima e le seconde, sia per quel che riguarda le operazioni attive di queste ultime, sia per quel che riguarda il loro rifinanziamento¹.

1 Si veda Onado, 1984.

Dall'altra parte, esauriti i tentativi dei primi anni del governatorato Carli, la Banca d'Italia finì con il comportarsi in modo da non intaccare le condizioni di privilegio e non-concorrenzialità in cui le banche ordinarie operavano. Così, mentre si sviluppavano gli interventi di *prudential regulation*, gli interventi strutturali furono notevolmente limitati. Nulla fu fatto in particolare per creare nuovi intermediari finanziari che potessero competere con le banche ordinarie nella raccolta dei fondi liquidi delle famiglie, e si evitò di regolamentare la formazione dei tassi di interesse sui depositi bancari, lasciandone la determinazione agli accordi tra le banche. In tal modo la Banca d'Italia decise di rinunciare ad una facoltà espressamente riconosciuta dalla Legge Bancaria, ed alla possibilità di controllare l'intera struttura dei saggi di interesse attraverso operazioni di mercato aperto¹.

Operando in tal modo, la Banca d'Italia riuscì a conciliare due obiettivi apparentemente contrastanti: lo sviluppo del mercato obbligazionario ed il mantenimento delle condizioni di non-concorrenzialità in cui le banche ordinarie operavano nel sistema finanziario. La politica di stabilizzazione dei corsi avrebbe potuto spingere il pubblico a privilegiare gli investimenti in obbligazioni, a meno che non si fosse consentito alle banche di ridurre i differenziali tra i saggi di interesse sui titoli a reddito fisso e i saggi di interesse sui depositi². E infatti, dopo il 1964, questi differenziali si ridussero, come mostra la Tavola 6, per risalire solo dopo il 1970 in conseguenza della stretta creditizia. Il pubblico trovò così

1 Si veda Marconi, 1979, pp. 243-244 e 253.

2 Si veda Jossa, 1983, p. 1348.

conveniente mantenere la sua disponibilità finanziaria presso le banche ordinarie. Queste, a loro volta, divennero operatori sempre più rilevanti nell'assorbimento delle obbligazioni, come mostra la Tavola 7.

Non appare possibile al momento giungere ad una conclusione definitiva sulle ragioni della scelta, così importante per l'evoluzione dei flussi finanziari, di non controllare i tassi di interesse sui depositi: si trattò di una rinuncia da parte della Banca d'Italia ad esercitare una propria capacità di intervento, oppure fu una scelta obbligata per la mancanza di un potere reale a battere una strada diversa nei confronti delle banche ordinarie. Ciò che, a tal riguardo, la letteratura ha potuto sottolineare dettagliatamente è che i documenti ufficiali della Banca d'Italia riportano il particolare evolversi dei flussi finanziari in quegli anni come eventi positivi, e non fenomeni da correggere. Le Relazioni della Banca d'Italia, ad esempio, presentano la particolare evoluzione dei flussi finanziari in quegli anni come un fenomeno che va incontro alle preferenze del pubblico per impieghi dotati di maggiore liquidità liberando i depositanti dal rischio di variazione dei corsi che avrebbero altrimenti sopportato¹.

La validità di queste affermazioni è stata tuttavia largamente contestata. L'inserimento delle banche nel mercato obbligazionario in sostituzione delle famiglie ed il fatto che gli ICS, specializzati nel credito a lungo termine, trovavano nell'emissione di obbligazioni la loro fonte principale di raccolta, diedero luogo a quel fenomeno peculiare della struttura finanziaria italiana noto come "doppia intermediazione". I flussi

¹ Si veda Nardozzi, 1983, p. 134.

finanziari si erano andati strutturando in modo tale da rendere necessari, per la canalizzazione dei finanziamenti a lungo termine dalle famiglie alle imprese, due stadi di intermediazione, quello degli ICS e quello delle banche ordinarie. Il fenomeno della "doppia intermediazione" è stato generalmente ritenuto una soluzione scarsamente efficiente dal punto di vista operativo, per gli alti costi di intermediazione che esso implicava e che le imprese erano costrette a pagare in assenza di agevolazioni sui crediti.

2.9. Le linee di intervento delle Autorità Monetarie negli anni sessanta, che finirono per creare "aree di privilegio" per alcuni operatori finanziari, furono mantenute anche all'inizio degli anni settanta, nonostante i mutamenti che si manifestarono nella situazione economica interna ed internazionale.

In quegli anni, come è noto, si ebbe il crollo definitivo del sistema monetario nato dagli accordi di Bretton Wood, un avvenimento che causò forti instabilità nei mercati finanziari internazionali e nei rapporti di cambio tra le monete. Successivamente si ebbero gli aumenti dei prezzi delle materie prime, e del petrolio in particolare, che sconvolsero gli equilibri nei conti commerciali dei diversi paesi. Ciò nonostante, la Banca d'Italia ha continuato a seguire, fino alla fine del 1973 e all'inizio del 1974, la politica di stabilizzazione del corso dei titoli¹, mantenendola anche quando, nel 1972, la riduzione dei margini di fluttuazione tra le

¹ Si veda Nardozzi, 1983 e Andreatta 1974.

monete della CEE avrebbe reso opportuna una maggiore mobilità dei tassi di interesse per difendere le riserve valutarie¹.

2.10. Anche rispetto al problema del finanziamento dei settori produttivi, gli interventi delle Autorità Monetarie appaiono in linea con l'impostazione seguita negli anni sessanta. Le distorsioni provocate da questa impostazione sulla struttura finanziaria delle imprese iniziarono, tuttavia, a manifestarsi nella loro gravità, spingendo le Autorità Monetarie a formulare primi interventi sui rapporti tra banche e imprese.

Un elemento di continuità rispetto all'impostazione degli anni precedenti può essere visto nella scelta della svalutazione del 1973, dettata dalla logica di intervento nel rapporto salari-profitti al fine di ricostituire i secondi e rilanciare l'autofinanziamento delle imprese. Agli inizi del 1973, il crescente movimento di capitali verso l'estero spinse la Banca d'Italia ad adottare in un primo momento il "doppio mercato" della lira, con fluttuazioni libere del cambio finanziario, e successivamente la fluttuazione libera e la svalutazione del cambio commerciale. Con essa si alzava il tetto posto ai prezzi dalla concorrenza estera, e si facilitava la ricostituzione dei profitti delle imprese, consentendo l'aggiustamento verso l'alto dei prezzi in presenza di aumento dei salari.

Anche la crescita dei finanziamenti agevolati concessi ai grandi gruppi pubblici e privati che sceglievano di investire nelle regioni meridionali del

¹ Si veda Andreatta, 1974, p. 332, che sottolinea la gravità delle perdite subite dalle riserve valutarie nei sei mesi successivi all'inizio della svalutazione della sterlina.

paese, tradizionalmente meno sviluppate, rappresenta un elemento di continuità con la politica degli anni precedenti. Negli anni 1971-1973 si registrò un vero e proprio 'boom' di questi investimenti¹, in concomitanza con la crisi dei settori industriali guida, concentrati nelle regioni nord-occidentali. Il mantenimento di questo circuito privilegiato di credito, se ha consentito ai settori industriali di fronteggiare le difficoltà legate alla caduta dei profitti, ha rafforzato quella tendenza, generalmente criticata dalla letteratura successiva², a sostenere le imprese, specie quelle di maggiori dimensioni e potere contrattuale, al di fuori di qualunque criterio di selettività definito dalla politica industriale.

Va tuttavia rilevato come il progressivo peggioramento delle strutture finanziarie delle imprese abbia spinto le Autorità Monetarie ad autorizzare, con Decreto del Ministero del Tesoro del 23 marzo 1972, le aziende di credito costituite in forma di società per azioni e le banche popolari cooperative a compiere, entro limiti prefissati, operazioni a medio termine (18 mesi - 5 anni), incentivando così banche e imprese a ristrutturare la veste tecnica dei loro rapporti. Questo primo intervento delle Autorità Monetarie sui rapporti banche-imprese, avrebbe potuto indurre le banche a prestare maggiore attenzione alle difficoltà incontrate dalle imprese nell'acquisizione di nuove fonti di finanziamento. Tuttavia, come è stato fatto osservare³, esso fu principalmente utilizzato per trasformare in crediti a medio termine, quei crediti a breve, che le banche

1 Si veda Caroleo, Panico e Rispoli, 1987, pp. 136-137 e Fig. 1. Si veda inoltre Graziani e Pugliese, 1979, pp. 40-48 e 63-64; e Del Monte e Giannola, 1978, pp. 323-339.

2 Si veda Ministero del Tesoro, 1982, dove si definisce tale tendenza "via finanziaria allo sviluppo".

3 Si veda Cesarini, 1982, pp. 177-180.

erano costrette a rinnovare, non riuscendo a ottenerne il pagamento, a causa delle distorsioni esistenti nei conti finanziari delle imprese.

2.11. I tentativi delle Autorità Monetarie di mantenere le stesse linee di condotta del decennio precedente emerge pure dalle esame di due importanti provvedimenti presi nel 1973: il vincolo di portafoglio ed il massimale sugli impieghi¹.

L'introduzione di questi provvedimenti mirava a contrastare le spinte inflazionistiche e speculative, e gli squilibri nei conti con l'estero manifestatisi in quel periodo, senza alterare la struttura finanziaria esistente.

L'introduzione del "vincolo di portafoglio" obbligava le banche ordinarie a mantenere in titoli a reddito fisso, al di là di quanto richiesto per le riserve obbligatorie, una certa percentuale della consistenza dei depositi². Il provvedimento si rese necessario al fine di mantenere una domanda stabile di titoli a reddito fisso, in una situazione in cui coloro che operavano su questo mercato tendevano a disinvestire a causa delle aspettative inflazionistiche crescenti, della possibilità di operare sulle oscillazioni dei cambi e delle aspettative di una futura caduta del corso dei titoli.

1 Questo paragrafo ripropone argomenti presentati in Jossa, 1983, p. 1357.

2 Per un'analisi di questi provvedimenti si veda Croff e Passacantando, 1979.

Come è stato più volte osservato, le Autorità Monetarie ritennero necessario trovare una forma di sostegno dalla domanda in questo mercato, che costituiva la struttura portante dell'intero sistema finanziario, in quanto in esso raccoglievano fondi liquidi sia il Tesoro che gli ICS, a cui facevano riferimento le imprese per il credito a lungo termine. Ma, oltre a garantire un regolare afflusso di fondi al Tesoro agli ICS, le Autorità Monetarie tentarono in questo modo di isolare il mercato del credito a lungo termine, nella speranza che le strette creditizie avrebbero influito soprattutto sulle scorte e sulle attività finanziarie delle imprese¹. La speculazione sulle scorte e sulle attività finanziarie estere rientrava infatti, secondo le Autorità Monetarie, tra i fattori da controllare, al fine di contrastare le tendenze inflazionistiche e gli squilibri nei conti con l'estero.

L'effetto *immediato* del vincolo di portafoglio sulla strutturazione dei flussi finanziari, si può argomentare, fu quello di rinforzare le tendenze già esistenti. Il vincolo di portafoglio manteneva gli impegni delle banche nel mercato delle obbligazioni e riproponeva i tradizionali flussi finanziari famiglie - banche ordinarie - mercato obbligazionario, con il loro corollario della "doppia intermediazione". Esso inoltre, facendo aumentare la domanda di titoli da parte delle banche, tendeva a mantenere basso il differenziale tra i saggi di interesse sulle obbligazioni e sui depositi, spingendo le famiglie a dar preferenza a questi ultimi, e tendeva infine a dare maggiore stabilità al mercato obbligazionario, causando una

1 Si veda Carosio e Cotula, 1982, p. 330.

riduzione delle riserve libere delle banche e un aumento del moltiplicatore dei depositi¹.

Di opposta tendenza sembrano invece gli effetti del vincolo di portafoglio sulla struttura finanziaria, quando si considera un periodo di tempo più lungo. Vincolando le banche ad investire in titoli anche in presenza di alternative più remunerative, il vincolo di portafoglio sfavorisce la redditività di queste aziende, rendendo più gravosi i costi della raccolta tramite depositi². Si discuterà nel seguito del lavoro, se il mantenimento di tale provvedimento per un periodo lungo di tempo può aver indotto i processi di disintermediazione verificatisi negli anni successivi.

2.12. Col massimale sugli impieghi le Autorità Monetarie imposero alle banche ordinarie di limitare l'incremento dei crediti ad una certa percentuale della consistenza di quelli già da loro concessi³. Il massimale sugli impieghi fu un importante strumento della manovra monetaria del 1973, attuato per ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti e frenare la tendenza crescente dei prezzi. Con esso le Autorità Monetarie

1 Per quanto riguarda gli effetti del vincolo di portafoglio sulle scelte delle famiglie e sul moltiplicatore dei depositi, la letteratura è concorde nel sottolineare la molteplicità dei fattori in gioco e la difficoltà di individuare conclusioni definitive. (Si veda M2BI, 1979, pp. 24-31; Croff e Passacantando, 1979, pp. 575-575; Jossa, 1983, p. 1358). In generale, però, si è d'accordo nel ritenere tra i più probabili, gli effetti qui indicati nel testo. (Si veda, Croff e Passacantando, 1979, p. 579 e Sarcinelli, 1982, p. 197).

2 Secondo il rapporto del Ministero del Tesoro (1982), questi provvedimenti impongono alle banche vincoli amministrativi e causano una "fiscalità occulta" che agisce sui loro costi di gestione.

3 Si veda, Croff e Passacantando, 1979, per una analisi di questi provvedimenti e delle loro modificazioni nel corso degli anni.

si proponevano di ridurre quel credito bancario che, a loro parere, finanziava l'accumulazione delle scorte e la fuga dei capitali verso l'estero¹. Il massimale, inoltre, fu introdotto come strumento selettivo del credito tendente a favorire le imprese medio-piccole, notoriamente più colpite dalle restrizioni finanziarie². Tuttavia, secondo un'opinione comune, confermata dal fatto che dopo nove mesi si passò ad una politica di generale contingentamento del credito³, il carattere selettivo di questi interventi fu più formale che sostanziale.

Dal punto di vista della strutturazione dei flussi finanziari, il massimale ebbe effetti analoghi a quelli del vincolo di portafoglio. Anch'esso nell'immediato spinse le banche verso più ampi investimenti in titoli, riproponendo il circuito famiglie-banche-mercato obbligazionario, contenendo il differenziale tra i saggi di interesse sui titoli e sui depositi e riducendo le riserve libere delle banche. E, come il vincolo di portafoglio, riducendo gli investimenti delle banche in attività più remunerative, il massimale limitò la loro redditività, spingendole a lungo andare ad introdurre innovazione nella gestione del credito. Ma di queste tendenze di lungo termine, si parlerà nel seguito.

1 Si veda Andreatta, 1974, p. 334 e Cesarini, 1974, p. 351.

2 Si veda le Relazione della Banca d'Italia, 1970, pp. 236-240 e 1971, pp. 246-250. Si veda pure Jossa, 1983.

3 Secondo Cesarini (1974, p. 360), le Autorità Monetarie introdussero un provvedimento formalmente selettivo, in quanto trovavano difficile, nel clima politico di quel periodo, far accettare una politica del credito impostata su controlli quantitativi generalizzati.

2.13. Con i provvedimenti presi tra la fine del 1973 e i primi mesi del 1974, sotto l'incalzare della crisi petrolifera e delle crescenti aspettative inflazionistiche, e per il peggioramento della situazione valutaria italiana, la politica monetaria seguita nel corso del governatorato Carli fu abbandonata. Il tasso ufficiale di sconto fu aumentato in due riprese nel settembre 1973 e nel marzo 1974, ponendo fine alla difesa del corso dei titoli. I controlli quantitativi sul credito e gli andamenti restrittivi delle variabili monetarie divennero il fulcro di una politica monetaria, impegnata a fronteggiare problemi la cui soluzione richiedeva interventi di tipo strutturale ed una gestione diversa da quella avutasi nel corso del governatorato ¹.

¹ Nel 1974 le Autorità Monetarie iniziarono a prendere il tasso di crescita del credito totale interno come obiettivo intermedio. Sulle ragioni di tale scelta e sulle discussioni che essa ha generato circa un eventuale passaggio della politica monetaria da una impostazione keynesiana ad una, almeno in parte, monetarista, si veda Sarcinelli, 1981; de Cecco, 1982; Arcelli, 1983; e Caranza e Fazio, 1983.

3. I GOVERNATORI BAFFI E CIAMPI

3.1. Quando nel 1975 Baffi sostituì Carli alla guida della Banca d'Italia, le condizioni economiche interne ed internazionali ed il prevalere di orientamenti teorici diversi da quelli precedentemente dominanti, avevano già prodotto modificazioni significative nella politica monetaria italiana. Obiettivi intermedi in termini di quantità avevano sostituito quelli in termini di tassi d'interesse e nel corso del 1974 si erano avuti andamenti restrittivi delle variabili monetarie.

Ma l'inizio del nuovo governatorato portò con sé altri cambiamenti negli interventi delle Autorità Monetarie. Cambiò, in primo luogo, la definizione del ruolo che la banca centrale doveva svolgere nei confronti del governo dell'intera economia. Con Baffi e Ciampi, si ha un ridimensionamento del ruolo della Banca d'Italia, da istituzione coinvolta attivamente nella gestione economica del paese, a mera regolatrice della stabilità monetaria e del corretto funzionamento del sistema creditizio¹.

In questa nuova ottica, la Banca d'Italia ha gradualmente assunto un atteggiamento volto a responsabilizzare i diversi operatori e le parti sociali, fissando i livelli di crescita degli aggregati monetari o creditizi, a suo parere compatibili con gli obiettivi perseguiti, e lasciando agli operatori e alle parti sociali la responsabilità e la valutazione delle compatibilità dei loro comportamenti con le finalità generali. Essa ha,

¹ Si veda de Cecco, 1982, p. 304.

inoltre, abbandonato l'idea di subordinare i provvedimenti di politica monetaria alle esigenze di riaggiustamento del rapporto salari-profitti, ed ha sviluppato gli interventi di tipo strutturale sui mercati monetari e finanziari al fine di ottenere un più equilibrato finanziamento delle imprese, una intermediazione dei fondi più efficiente dal punto di vista operativo, e un più alto grado di autonomia dalle richieste di finanziamento dei diversi operatori, in particolare da quelle del settore pubblico.

La gravosa situazione finanziaria delle imprese, il prevalere di alti tassi di interesse che inducevano a prestare maggiore attenzione all'efficienza operativa del sistema finanziario, ed i fabbisogni crescenti del settore pubblico, che a causa della recessione economica e dell'inflazione diventavano sempre più incontrollabili, vanno annoverati infatti tra i problemi che hanno maggiormente preoccupato le Autorità Monetarie alla metà degli anni settanta. Per fronteggiarli, esse hanno favorito l'adozione di provvedimenti di ristrutturazione e risanamento finanziario del settore industriale, e stimolato un processo di riforma del sistema finanziario che si è concentrato, in una prima fase, sulla creazione di un ben articolato mercato monetario e, in una seconda fase, sul potenziamento del mercato azionario e delle altre istituzioni in grado di offrire finanziamenti e servizi alle imprese.

3.2. Già prima che finisse il governatorato Carli la situazione finanziaria delle imprese presentava segni di grande fragilità per la crescita dei debiti, specie quelli a breve, verso il settore creditizio rispetto

al capitale di rischio¹. La gravità della situazione spinse Carli, nel gennaio del 1975, a formulare una proposta che per il suo carattere provocatorio, attirò l'attenzione dell'opinione pubblica². Nel suo intervento, Carli propose di trasformare in azioni parte degli elevatissimi debiti delle imprese verso le banche, mettendo così in discussione uno dei principi di base della legislazione bancaria italiana, quello della specializzazione, che vietava alle banche di investire in azioni o partecipazioni di imprese non finanziarie.

L'intervento di Carli fu seguito, nel corso del governatorato Baffi, da intense discussioni che diedero vita a numerosi studi e proposte, anche da parte della stessa Banca d'Italia³, e alla promulgazione della legge n. 787 del 1978 sul risanamento finanziario delle imprese. Tale legge prevedeva la possibilità di consolidare a medio termine i debiti a breve delle imprese, e di trasformare i loro debiti a lunga scadenza in capitale di rischio, attraverso la formazione di *società finanziarie* e *consorzi* tra più aziende ed istituti di credito, per la sottoscrizione di azioni e obbligazioni convertibili in azioni delle imprese da ricapitalizzare.

La promulgazione di tale legge rientrava in un più ampio progetto di interventi a favore delle imprese, di cui facevano parte la legge n. 675 del 1977 sulla ristrutturazione e riconversione industriale, la legge n. 95 del 1979 sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, ed altri provvedimenti di politica industriale, il cui scopo era rendere più

1 Si veda la Tavola 5.

2 Per un'analisi più dettagliata, si veda Rispoli, 1980, pp. 357-359.

3 Alcune di queste proposte prevedevano lo sviluppo di nuove forme di finanziamento delle imprese, attraverso il potenziamento dei mercati azionari e la formazione di intermediari specializzati come i fondi comuni di investimento.

efficaci e organici i trasferimenti di risorse che, già da tempo, il settore pubblico garantiva ai settori industriali, consentendo loro il risanamento finanziario e il perseguimento di obiettivi di ristrutturazione.

La crescita, sin dal 1971, della voce 'fondi di dotazione' della Tavola 5, può essere vista come una prima indicazione dell'aumento dei trasferimenti pubblici alle imprese. Tali trasferimenti sono andati via via crescendo negli anni successivi¹, contribuendo a frenare la crescita dei debiti a medio e lungo termine delle imprese verso le istituzioni creditizie, che registrano una prima diminuzione, come mostra la Tavola 5, già negli anni 1973 e 1974. Gli effetti positivi degli interventi di sostegno da parte del settore pubblico sono confermati dai risultati di un'indagine condotta da Mediobanca su un campione di 1176 società². Tale indagine ha messo in evidenza che, dopo un forte aumento negli anni 1969-1973, il fabbisogno finanziario per unità di fatturato delle imprese si è andato riducendo negli anni successivi³. Durante questi anni, il rapporto tra il credito concesso dalle banche alle 1176 società campione e il loro fatturato è passato dal 18.3% del 1975 al 9.4% del 1981. La stessa indagine ha inoltre mostrato che il forte aumento del risparmio lordo delle imprese, che si è avuto a partire dal 1976, ha consentito di finanziare con fonti interne una maggiore quota degli investimenti. Ciò pure ha favorito, a partire dal 1977, il graduale riequilibrio delle strutture finanziarie delle imprese, osservabile nella crescita del loro capitale di rischio e nella riduzione dell'indebitamento a breve⁴.

1 Si veda Monti e Siracusano, 1979.

2 Si veda Mediobanca, 1982.

3 Si veda pure Nardozzi e Onado, 1980 e Orsenigo 1983, tab. 4.7.

4 Si veda la Tavola 5, ed i dati riportati in Orsenigo, 1983.

Gli interventi di sostegno del settore industriale messi in atto negli anni settanta per fronteggiare la crisi economica e finanziaria delle imprese, benché non privi di contraddizioni e problemi, contribuirono quindi al miglioramento dei dati relativi alle passività finanziarie delle imprese. Tali dati, come mostra la Tavola 5, hanno registrato un miglioramento ancor più netto negli anni ottanta, sia in conseguenza di una più elevata capacità di crescita dell'industria italiana, sia per i benefici arrecati alle imprese dagli interventi delle Autorità Monetarie volti a riformare il sistema finanziario e a potenziare il mercato azionario e le altre istituzioni in grado di offrire finanziamenti e servizi alle imprese.

3.3. Preoccupazione costante delle Autorità Monetarie durante gli ultimi due governatorati è stata quella di riformare il sistema finanziario, per favorire un più equilibrato finanziamento delle imprese, ed ottenere un maggior controllo sulla crescita degli aggregati monetari, svincolando in particolare la creazione di base monetaria dalle esigenze di cassa del Tesoro.

Primo passo di tale riforma fu la creazione di un ben articolato mercato monetario primario e secondario, nel quale il Tesoro potesse acquisire le risorse finanziarie di cui necessitava. Negli anni che vanno dal 1975 al 1977, le Autorità Monetarie presero molte iniziative per far sviluppare tale mercato¹. Nel 1975 fu disposto che alle aste dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) potessero partecipare altri operatori oltre alle

1 Si veda Tarantola Ronchi, 1979 e Capomassi, Cervone, Cotula e Sacerdoti, 1979.

aziende di credito. Al tempo stesso furono apportate modifiche alle tecniche di emissione dei BOT, sia dando alla Banca d'Italia un ruolo più attivo durante le aste di emissione, sia assicurando l'impegno per l'istituto centrale di assorbire i BOT non venduti per poter effettuare successive cessioni sul mercato secondario¹. Nel 1976 la Banca d'Italia modificò anche le tecniche d'intervento sul mercato secondario dei BOT, introducendo la cosiddetta "negoziazione continua", mediante la quale i titoli venivano trattati quotidianamente dalla Banca d'Italia a tassi di interesse stabiliti di volta in volta. Poco dopo, al fine di stimolare ancor più questo mercato, la Banca d'Italia assunse un atteggiamento più attivo, comunicando di sua iniziativa agli operatori, attraverso il "circuito telefonico", il tasso di rendimento a cui era disposta a trattare BOT². Infine, sul finire del 1976, la Banca d'Italia ha iniziato a praticare sui crediti concessi alle aziende di credito per il rifinanziamento, tassi di interesse allineati o superiori a quello del mercato interbancario o dei BOT, spingendo queste ultime ad utilizzare il mercato monetario per la soluzione dei loro problemi di *cash-flow*³.

Contemporaneamente a questa azione delle Autorità Monetarie, si è avuta una crescita notevole dei BOT sul totale del debito del settore statale, come mostra la Tavola 8. Il Tesoro, quindi, realmente utilizzò questo canale per raccogliere i fondi liquidi che gli erano necessari.

1 Una descrizione delle modifiche alle tecniche di emissione é data in Capomassi, Cervone, Cotula e Sacerdoti, 1979, pp. 520-521.

2 Si veda Capomassi, Cervone, Cotula e Sacerdoti, 1979, pp. 520-521.

3 Si veda Tarantola Ronchi, 1979, p. 125 e Pepe, 1979.

Lo sviluppo del mercato monetario ha consentito alle famiglie di scegliere forme di investimento finanziario diverse dai depositi bancari. La breve scadenza dei BOT rendeva questi titoli estremamente liquidi e sicuri. Essi rappresentavano quindi alternative d'investimento, particolarmente apprezzate dal pubblico, a causa delle aspettative inflazionistiche di quegli anni, che rendevano gli operatori molto attenti alle differenze di rendimento tra titoli sufficientemente liquidi.

L'osservazione dei dati statistici relativi al fenomeno qui in esame mostra che fino al 1976, le emissioni di BOT furono principalmente assorbite dalla Banca d'Italia¹, in ottemperanza all'obbligo di acquisto dei titoli non venduti alle aste pubbliche. L'intensa attività di promozione della banca centrale ottenne risultati positivi a partire dal 1977, quando si registra un netto aumento delle richieste, non legate alla riserva obbligatoria, da parte delle banche ordinarie², e prende consistenza il canale diretto Tesoro-famiglie, la cui crescita ha coinciso con l'ampliarsi del differenziale tra i saggi di interesse sui titoli pubblici e sui depositi³. Il maggiore assorbimento di BOT da parte delle banche ordinarie e delle famiglie ha significato per la banca centrale la realizzazione dell'obiettivo che si era posto, ossia la separazione *di fatto* tra esigenze di cassa del settore pubblico e creazione di base monetaria, separazione sancita poi legalmente nel luglio 1981 da un provvedimento, noto come "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia, che esentava quest'ultima dall'obbligo di acquistare i titoli pubblici emessi alle aste e non assorbiti dal pubblico.

1 Si veda la Tavola 9.

2 Si veda la Tavola 9.

3 Come mostrano le Tavole 1-4 e la Figura 1, in corrispondenza dell'ampliarsi di questo differenziale si registrano nei portafogli delle famiglie sostituzioni tra BOT e depositi.

Infine dal 1982, a seguito dei tentativi delle Autorità Monetarie di modificare la struttura eccessivamente a breve del debito pubblico, si registra nei portafogli delle famiglie, come mostrano le Tavole 1 e 4, un minore investimento in BOT ed un maggior assorbimento di titoli pubblici a più lunga scadenza.

3.4. L'interpretazione che qui si propone dei fenomeni appena descritti attribuisce alle Autorità Monetarie un ruolo di stimolo e guida dei processi innovativi. Benché limitate nella capacità di controllo di questi processi, esse sono riuscite a influenzare le condizioni in cui i possessori di attività finanziarie effettuano le loro scelte, dirigendo il sistema finanziario verso quelle configurazioni ritenute più opportune. L'intensa attività di promozione dei titoli pubblici svolta dalla Banca d'Italia ha consentito alle famiglie di prendere confidenza con questa forma di investimento e di sfruttare a pieno le possibilità di maggiori guadagni offerti dall'aumento del differenziale tra i saggi di interesse su questi titoli e sui depositi, aumento dovuto, si sosterrà in quel che segue, non alla mancanza di interesse da parte delle banche per una più ampia raccolta di depositi, bensì alla loro difficoltà di competere col Tesoro nell'attrarre i fondi liquidi delle famiglie attraverso aumenti dei tassi di interesse e alla possibilità che esse hanno avuto di sottrarsi alla perdita di quote di mercato nella raccolta di fondi liquidi, orientando la loro gestione verso nuove forme di servizi finanziari alla clientela.

Nella concorrenza sui fondi liquidi delle famiglie, le banche ordinarie sono vincolate più del Tesoro nell'uso delle variazioni dei tassi di

interesse. L'esigenza di mantenere un certo equilibrio tra costi e ricavi vincola le banche, già costrette dalla concorrenza interna al settore ad operare con cautela quando si tratta di variare il tasso di interesse sui depositi¹, a coprire gli aumenti dei costi di raccolta con maggiori ricavi, ottenuti in genere attraverso più alti tassi attivi. Questi aumenti, tuttavia, possono far diminuire la domanda di prestiti bancari o dar luogo ad insolvenze, che si traducono in perdite per le banche stesse. Non sempre perciò le banche possono scaricare l'aumento dei costi di raccolta sui tassi attivi, specie quando questi aumenti sono di notevole entità. In tal caso, le banche possono accettare l'ampliarsi del differenziale tra i tassi sui titoli pubblici e sui depositi, e sopperire alla minore raccolta orientando la propria attività in altre direzioni, sviluppando ad esempio i servizi alla clientela.

La rilevanza di queste considerazioni per la spiegazione del comportamento delle banche ordinarie negli anni più recenti appare confermata dai documenti ufficiali di alcune importanti banche italiane, che hanno anche accennato ad altri fattori che rendono difficile per le banche competere col Tesoro sui tassi di interesse. Nella Relazione della Banca Commerciale Italiana (COMIT) per il 1981 si afferma che non è utile per le banche, né opportuno da un punto di vista generale, cercare di contrastare la flessione dei depositi mediante una politica di alti tassi

¹ La spiegazione della determinazione del tasso di interesse sui depositi che qui si propone ha molti punti in comune con la teoria della formazione dei prezzi in condizioni di concorrenza imperfetta e può essere rappresentata attraverso la costruzione di curve ad angolo. Una diminuzione del tasso non concordata con le altre banche può dar luogo a perdite di quote di mercato a favore dei concorrenti. Un suo aumento può "guastare il mercato" dando luogo ad una rottura degli accordi con le banche concorrenti.

passivi in concorrenza con il Tesoro. Una simile politica vedrebbe le banche perdenti sia per la minore sensibilità ai costi dell'operatore pubblico, sia perché lo Stato può influire, mediante imposizione fiscale, sulla remunerazione dei depositi. Inoltre, sostiene la Relazione¹, questa politica farebbe ancor più aumentare il disavanzo pubblico, dando luogo ad una maggiore richiesta di fondi e ad un'ulteriore emarginazione delle banche. I documenti ufficiali delle banche mettono infine in evidenza che non è vero che le banche ordinarie hanno rinunciato alla crescita dei depositi, da cui certamente dipendono più ampie possibilità operative. Tuttavia, non potendo opporsi al Tesoro, competendo con più alti tassi passivi, esse hanno preferito orientare la loro gestione verso lo sviluppo di nuove forme di servizi, in modo da poter accettare con minori preoccupazioni la riduzione di quote di mercato nella raccolta di fondi liquidi².

3.5. Posizioni diverse, che sottovalutano il ruolo di direzione del processo innovativo giocato dalle Autorità Monetarie e si concentrano sulle variazioni dei comportamenti degli operatori finanziari, sembrano invece prevalere nella letteratura³. Esse spiegano i mutamenti del sistema

1 Si veda Relazione della COMIT per il 1981, pp. 25-26. Analoghe argomentazioni sono presenti nella Relazione per il 1982, p. 41.

2 Si veda Relazione della COMIT per il 1980, pp. 34 e 38; Relazione della COMIT per il 1981 pp. 25 e 35; e Relazione della Banca d'Italia, 1982, pp. 245-251.

3 Tra i lavori più recenti che rivalutano il ruolo di direzione dei processi innovativi da parte delle Autorità Monetarie, si veda de Cecco, 1986; Jossa e Panico, 1988; e Caranza e Cottarelli, 1988. Per interpretazioni diverse, si veda, invece, Arcelli, 1987; Cotula, 1984; Fazio, 1986; Sarcinelli, 1987; e Brioschi e Ghezzi, 1987. Quest'ultimo lavoro contiene una sintesi delle posizioni espresse negli Stati Uniti sui processi innovativi, sintesi che evidenzia la scarsa attenzione prestata al ruolo di stimolo e guida delle Autorità Monetarie.

finanziario registratisi dalla seconda metà degli anni settanta, facendo riferimento, in primo luogo, alla maggiore variabilità dei prezzi delle merci e dei tassi di interesse, che ha influito sul comportamento dei possessori di attività finanziarie¹. Vengono poi sottolineati due fattori che avrebbero spinto le banche a perdere interesse per una più ampia raccolta di depositi, ed a non adeguare il tasso di interesse sui depositi a quello sui titoli pubblici: 1) la caduta del rapporto impieghi-depositi², dovuta ad alcuni cambiamenti nei comportamenti dei settori con saldi finanziari passivi; 2) i tentativi delle banche di sottrarsi ai vincoli loro imposti dagli interventi delle Autorità Monetarie, che facevano aumentare i costi di raccolta dei depositi³.

La capacità interpretativa di queste posizioni appare tuttavia limitata dalla scarsa attenzione prestata all'intensa attività di promozione dei mercati monetari da parte della Banca d'Italia, di cui si è detto in precedenza. Inoltre, la tesi di una mancanza di interesse da parte delle banche per una più ampia raccolta di depositi non sembra

1 Si vedano le indagini econometriche di Vaciago e Verga, 1982 e Zautzik, 1984, che esaminano i fenomeni qui esaminati. Si veda poi Akhtar, 1983; Brioschi e Ghezzi, 1987; Cotula, 1984; Modigliani e Cohn, 1979 e Malkiel, 1979, per lavori che fanno riferimento a interpretazioni dei processi innovativi più in generale.

2 La caduta del rapporto impieghi-depositi è stata, negli anni settanta, particolarmente netta. Secondo il Rapporto del Ministero del Tesoro del 1982 essa è dovuta, oltre al vincolo di portafoglio e al massimale sugli impieghi, alla cosiddetta "legge Stammati" del 1976, che faceva obbligo di trasformare i prestiti delle banche agli enti locali in titoli di stato a reddito fisso e vietava la concessione di nuovi prestiti a questi enti, e alla diminuzione del fabbisogno finanziario per unità di fatturato legata alla crescita dei trasferimenti pubblici alle imprese, di cui si è precedentemente parlato.

3 Si veda il Rapporto del Ministero del Tesoro del 1982, che accanto alla caduta del rapporto impieghi-depositi e ai vincoli amministrativi, pone lo sviluppo di nuove forme di servizi alla clientela tra le cause che hanno spinto le banche ordinarie a non adeguare il tasso sui depositi a quello sui titoli. Sarcinelli (1982, p. 196), invece, pone l'accento solo sui primi due fattori sopra menzionati.

sufficientemente fondata essendo contraddetta, oltre che dalle affermazioni contenute nei documenti del mondo bancario precedentemente richiamati, dalla considerazione che la caduta del rapporto impieghi-depositi non può ridurre, di per sé, né le passività né le attività delle banche: quando i crediti alla clientela si riducono, le aziende di credito comprano titoli, come di fatto è avvenuto in Italia. La sostituzione nell'attivo delle banche tra prestiti e obbligazioni può incidere negativamente sul "margine di interesse", per l'aumento di forme di investimento meno remunerative. Tuttavia, l'analisi dei conti economici delle aziende di credito mostra che i "margini di interesse", dati dalla differenza tra gli interessi attivi e quelli passivi pagate da queste aziende, non si sono ridotti negli anni della disintermediazione bancaria, né per la caduta del rapporto impieghi-depositi, né per i vincoli amministrativi imposti dalle Autorità Monetarie. Anzi, come mostra la Tavola riportata dal Rapporto del Ministero del Tesoro (1982, p. 210), questo margine è rimasto negli anni della disintermediazione bancaria su valori più alti di quelli registratisi durante il governatorato Carli¹: Non sorprende quindi che le banche, negli anni qui esaminati, abbiano talvolta tentato di allontanare gli investitori finanziari dai titoli pubblici, riuscendoci, come mostrano le Tavole 1-4, nel 1982, specie nel secondo semestre².

1 Il calcolo dei "margini di interesse" contenuto in quella Tavola non include i proventi e gli oneri della raccolta tramite "pronti contro termine". Solo a partire dal 1983, infatti, si è provveduto a rivedere questi dati, includendo i suddetti proventi ed oneri nel "margine di interesse, anziché nella voce "ricavi netti su servizi". Ciò conferma ancor più la tesi qui sostenuta.

2 Si veda Relazione della Banca d'Italia, 1982, p. 248.

3.6. Lo sviluppo dei servizi alla clientela da parte delle banche, oltre a facilitare la soluzione dei problemi legati allo sviluppo del canale diretto Tesoro-famiglie, ha consentito alle Autorità Monetarie di proseguire nel loro programma di riforma del sistema finanziario. Esso, infatti, ha indotto le banche ad avere rapporti più stretti con i settori produttivi, favorendo la formazione di istituzioni finanziarie, che hanno offerto alle imprese nuove forme di finanziamenti e servizi, ed hanno contribuito al potenziamento del mercato azionario.

I servizi più facilmente sviluppati dalle banche sono stati quelli relativi alla 'intermediazione in titoli', tra cui vanno inclusi l'acquisto e la custodia di obbligazioni e azioni e le accettazioni bancarie. A conferma della rapidità con cui tali operazioni si sono sviluppate, va rilevato che il rapporto tra valore totale dei titoli intermediati dalle banche e l'ammontare complessivo dei depositi bancari è passato dal 34.6 del 1977, anno in cui inizia a prendere consistenza il canale diretto Tesoro-famiglie, al 76.8 del 1982¹. Già nel 1980, comunque, la Relazione annuale della COMIT notava che l'aumento del peso dei ricavi dai servizi induce a non guardare più solo all'entità dei depositi come indicatore di dimensione ed efficienza della banca².

Il nuovo orientamento di gestione delle banche non si può tuttavia limitare alla crescita dell'intermediazione in titoli, un servizio che, benché usato anche dalle imprese, non poteva favorire in modo rilevante il

1 Si veda la Relazione della Banca d'Italia, 1982, p. 270. Sullo sviluppo di questi servizi da parte delle banche, si veda pure Marullo e Reedtz, 1981 e Ministero del Tesoro, 1982, p. 172.

2 Si veda Relazione della COMIT, 1980, pp. 34 e 38; e 1981, p. 35.

finanziamento di queste ultime e il potenziamento del mercato azionario. Di fatto, la ricerca di spazi di mercato ha spinto le banche a intrattenere rapporti più stretti con le imprese e ad offrire loro nuove forme di finanziamenti e di servizi finanziari, sia formando società finanziarie specializzate in attività 'parabancarie' (leasing, factoring), sia partecipando con imprese ed enti pubblici ad iniziative associative, che hanno facilitato l'accesso da parte delle imprese, specie quelle di minori dimensioni, alle diverse forme di credito ordinario e agevolato, e hanno contribuito alla ripresa produttiva, anche favorendo la penetrazione di queste imprese sui mercati esteri¹.

Tra le aziende di credito più attive nel riorientare la propria gestione ritroviamo quelle banche minori, che durante il governatorato Carli avevano rapporti meno stretti con i settori produttivi, mantenendo come obiettivo principale della loro gestione, la crescita della raccolta e la sicurezza degli impieghi, realizzata attraverso investimenti nel mercato obbligazionario e interbancario. L'abbandono dei vecchi orientamenti di gestione, resi impraticabili dai processi di disintermediazione bancaria precedentemente descritti, ha consentito a queste banche di dare un contributo concreto allo sviluppo economico delle regioni in cui operano, ed appare significativo, che proprio nelle regioni meridionali, tradizionalmente arretrate dal punto di vista dello sviluppo produttivo, si registrano gravi ritardi nel rinnovamento delle istituzioni creditizie².

1 La formazione di consorzi fidi, di società finanziarie a livello locale, e, più recentemente, di società di trading, rientrano tra queste iniziative associative. Per un'analisi più ampia della ripresa produttiva in Italia negli anni più recenti, e del ruolo giocato dalle istituzioni finanziarie e dalle imprese di minori dimensioni, si veda Brusco, 1982; Fuá e Zacchia, 1983; Best, 1986; e Caroleo, Panico e Rispoli 1987.

2 Si veda Caroleo, Panico e Rispoli, 1987.

L'intensa partecipazione delle banche alla formazione di nuove società finanziarie si è manifestata anche in occasione della costituzione in Italia dei 'fondi comuni di investimento', autorizzata dalle Autorità Monetarie¹, con la legge n. 77 del 23 marzo 1983: la maggioranza di questi intermediari sono infatti gestiti da società formate dalle stesse banche ordinarie.

I fondi di investimento hanno rapidamente registrato un notevole successo, come mostrano le Tavole 1, 4 e 10. In seguito alla loro costituzione, si è poi avuto, come mostrano le Tavole 1 e 4, un vero e proprio boom dei mercati azionari che, già in ascesa negli anni precedenti, hanno attratto, nel 1985 e nel 1986, la quota più alta del flusso di investimenti delle famiglie.

L'assorbimento delle quote dei fondi da parte delle famiglie è stato certamente favorito dal fatto che le Autorità Monetarie hanno garantito agli acquirenti delle quote un regime fiscale agevolato e, soprattutto, un elevato grado di sicurezza dei loro investimenti. Al fine di assicurare la stabilità dei fondi e la tutela del risparmio da essi intermediato, la legge n. 77 ha previsto una normativa prudenziale, che impone la concessione di un'autorizzazione preventiva da parte del Ministero del Tesoro alle società operanti nel settore; l'iscrizione delle stesse società gestrici in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, l'approvazione da parte della

¹ Dal 1969, alcune società estere operanti nel settore dei fondi comuni erano stati autorizzati ad operare in Italia. Tuttavia, i vincoli sugli impieghi imposti a queste società dalle Autorità Monetarie, e la scarsa protezione che le Autorità stesse davano a coloro che acquistavano le quote dei fondi, non avevano reso possibile uno sviluppo significativo di queste attività. si veda Pivato, 1984, pp. 244-246.

banca centrale del regolamento relativo alla loro attività di investimento, e l'assoggettamento alle attività ispettive già previste per le altre istituzioni creditizie e agli obblighi contabili definiti dal Decreto del Presidente della Repubblica n. 136 del 1975, tendente a favorire la trasparenza delle loro operazioni¹.

L'affidamento di questi vasti poteri di vigilanza alla Banca d'Italia ha rappresentato per gli investitori, data l'esperienza della banca centrale in questa materia e la sua riconosciuta efficienza, un'importante garanzia, che ha consentito loro di pensare, senza eccessive preoccupazioni, alla possibilità di cedere le loro disponibilità liquide alle società gestrici dei fondi. I successivi acquisti operati da questi intermediari sui mercati azionari, hanno fatto levitare la domanda e i prezzi delle azioni, favorendo la crescita dei patrimoni dei fondi stessi, ed innescando un processo di causazione cumulativa, che ha determinato un 'boom' della borsa valori.

Anche il successo dei fondi di investimento e il conseguente potenziamento del mercato azionario può essere pertanto spiegato, in linea con quanto sostenuto nelle altre parti di questo lavoro, attribuendo un ruolo centrale alle Autorità Monetarie. I risultati ottenuti nel riequilibrio delle strutture finanziarie delle imprese e nel miglioramento dei livelli di efficienza, stanno certamente rinforzando l'impegno delle Autorità a portare avanti il processo di riforma del sistema finanziario,

1 Si veda Cesarini, 1984, pp. 251-255.

attraverso l'ulteriore allargamento, come già annunciato, degli strumenti e degli intermediari in esso operanti.

Questa presenza di un più ampio ventaglio di strumenti e istituzioni, tuttavia, non modifica quegli elementi del sistema che hanno caratterizzato la storia finanziaria italiana del secondo dopoguerra: la presenza di forti concentrazioni e l'elevata capacità di controllo della banca centrale sulle istituzioni finanziarie. La prevalenza tra i nuovi intermediari di società gestite dalle stesse banche ordinarie, e l'affidamento alla Banca d'Italia di ampi compiti di vigilanza su di essi, ripropone le forme di concentrazioni ed i rapporti tra banca centrale e istituzioni finanziarie, preesistenti ai grandi processi di innovazione realizzatisi.

CONCLUSIONI

Nell'interpretare l'evoluzione del sistema finanziario italiano sembra quindi possibile attribuire alle Autorità Monetarie un ruolo più ampio di quello loro riconosciuto nella letteratura economica. Sufficiente evidenza può essere presentata per affermare che esse hanno avuto un ruolo di direzione dei processi innovativi.

Nel definire la configurazione ottimale del sistema, esse hanno considerato come obiettivo prioritario quello di garantire un elevato grado di stabilità del sistema, obiettivo che è stato perseguito aumentando il loro potere di controllo e vigilanza sugli operatori finanziari e, in tempi più recenti, la loro autonomia rispetto alle richieste di finanziamento di questi ultimi. Tale obiettivo, come si è cercato di argomentare, è stato talvolta perseguito anche a discapito di un efficiente finanziamento ai settori produttivi.

La ricerca delle forme più idonee di finanziamento dei settori produttivi non può quindi prescindere, in un sistema finanziario segmentato e oligopolistico, da un'attenta considerazione degli strumenti di vigilanza che le Autorità Monetarie devono poter utilizzare per realizzare l'obiettivo della stabilità del sistema, obiettivo per il quale esse sono principalmente responsabili di fronte all'opinione pubblica.

BIBLIOGRAFIA

- Akhtar M.A., 1983, Financial innovations and their implications for monetary policy: an international perspective, *Bank for International Settlements, Economic Papers*, n. 9, Dicembre.
- Andreatta N., 1974, La Banca d'Italia e la bilancia dei pagamenti, in AA.VV., *La Congiuntura piú Lunga*, Il Mulino, Bologna.
- Arcelli M., 1982, Caratteristiche evolutive dei mercati monetari e finanziari, *Economia Italiana*, ottobre, supplemento.
- Arcelli M., 1984, Deficit pubblico e svolta monetaria, *Economia Italiana*, giugno, supplemento.
- Arcelli M., 1987, Nuove tendenze in tema di politica monetaria nei principali paesi dell'occidente, *Economia Italiana*, maggio-agosto.
- Balducci R., Marconi M., Marinelli M.L., Niccoli a., 1979, L'evoluzione degli intermediari e dei mercati, in Vicarelli F., a cura di, *Capitale Industriale e Capitale Finanziario: il Caso Italiano*, Il Mulino, Bologna.
- Banca Commerciale Italiana (COMIT), vari anni, *Relazione del Consiglio di Amministrazione al Bilancio*, Milano.
- Banca d'Italia, vari anni, *Relazione all'Assemblea dei Partecipanti*, Roma.
- Best M., 1986, Strategic planning, the new competition and industrial policy, in Nolan P. & Paine S., eds., *Rethinking Socialist Economics*, Polity Press, Cambridge.

- Bianchi B., Morelli M., 1979, Il mercato finanziario, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Brioschi F., Ghezzi L., 1987, Alcune riflessioni sull'andamento del mercato azionario negli anni 1971-1984, *L'Industria*, gennaio-marzo.
- Brusco S., 1982, The emilian model: productive decentralisation and social integration, *Cambridge Journal of Economics*.
- Capomassi L., Cervone E., Cotula F., Sacerdoti E., 1979, Le operazioni di mercato aperto, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Caranza C., Cottarelli C., 1988, L'innovazione finanziaria in Italia: un processo disuguale, in Jossa B. e Panico C., a cura di, *Teorie Monetarie e Banche Centrali*, Liguori, Napoli.
- Caranza C., Fazio A., 1983, Methods of monetary control in Italy: 1974-1983, in *The Political Economy of Monetary Policy: National and International Aspects*, Federal Reserve of Boston.
- Caroleo E.F., Panico C., Rispoli M., 1987, Sviluppo economico e programmazione dell'intervento pubblico nel Mezzogiorno, *Nord e Sud*, marzo.
- Carosio G., Cotula F., 1982, Vincoli e controlli creditizi, *Note Economiche*, n. 5-6.
- Cesarini F., 1974, Politica monetaria e comportamenti delle aziende di credito, in AA.VV., *La Congiuntura piú Lunga*, Il Mulino, Bologna.
- Cesarini F., 1976, *Struttura Finanziaria, Sistema Creditizio e Allocazione delle Risorse in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Cesarini F., 1982, *Le Aziende di Credito in Italia*, Il Mulino, Bologna

- Cesarini F., 1984, Fondi comuni di investimento e strutture del mercato mobiliare italiano, *Rivista delle Società*.
- Cingano F., 1978, La banca: mestiere e professione, *Bancaria*.
- Conigliani L., Padoa Schioppa T., 1978, Note sulla specializzazione degli intermediari finanziari in Italia, in Cesarini F. e Onado M., a cura di, *Struttura e Stabilità del Sistema Finanziario*, Il Mulino, Bologna.
- Cotula F., 1984, Innovazione finanziaria e controllo monetario, *Moneta e Credito*, marzo.
- Cotula F., Morcaldo G., 1979, Attività e passività finanziarie degli utilizzatori finali delle risorse in Italia, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Croff D., Passacantando F., 1979, Il controllo diretto del credito, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- de Cecco M., 1967, *Saggi di Politica Monetaria*, Giuffrè, Milano.
- de Cecco M., 1976, Banca d'Italia e conquista politica del sistema creditizio, in AA.VV., *Il Governo Democratico dell'Economia*, De Donato, Bari.
- de Cecco M., 1977, Sistema creditizio e finanziamento delle imprese: profili macroeconomici, in AA.VV., *Crisi e Riforma dell'Impresa*, De Donato, Bari.
- de Cecco M., 1982, Una politica monetaria per gli anni '80, *Note Economiche*, n. 2.
- de Cecco M., 1986, Innovazione finanziaria e teoria monetaria, *Note Economiche*, n. 3-4.
- Del Monte A., Giannola A., 1978, *Il Mezzogiorno nell'Economia Italiana*, Il Mulino, Bologna.

- Fazio A., 1979, La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978, *Moneta e Credito*.
- Fuá G., Zacchia C., a cura di, 1983, *Industrializzazione senza Fratture*, Il Mulino, Bologna.
- Gnesutta C., 1983, Il rapporto tra dinamica dell'accumulazione ed evoluzione dei sistemi finanziari: alcune riflessioni sul caso italiano, *Note Economiche*.
- Graziani A., Pugliese E., 1979, *Investimenti e Disoccupazione nel Mezzogiorno*, Il Mulino, Bologna.
- Greenbaum S.I., Haywood C.F., 1971, Secular changes in the financial service industry, *Journal of Money Credit and Banking*, May.
- Jossa B., 1983, Aspetti dell'evoluzione dei flussi finanziari nell'esperienza italiana, *Rassegna Economica*., anno XLVII, n. 6.
- Jossa B., Panico C., 1988, L'intermediazione bancaria negli anni della crisi economica italiana (1964-1984), in Jossa B., Panico C., a cura di, *Teorie Economiche e Banche Centrali*, Liguori, Napoli.
- M2BI, 1979, *Un Modello Econometrico della Banca d'Italia - Settore Monetario e Finanziario*, Banca d'Italia, Roma.
- Malkiel B.G., 1979, The capital formation problem in the United States, *Journal of Finance*, May.
- Marconi M., 1979, Lineamenti di un trentennio di politica monetaria, in Vicarelli F., a cura di, *Capitale Industriale e Capitale Finanziario: il Caso Italiano*, Il Mulino, Bologna.
- Marullo , Reedt P., 1981, Quote di mercato delle aziende di credito, *Contributi alla Ricerca Economica*, n. 7, Banca d'Italia, Roma.
- Mediobanca, 1982, *Dati Cumulativi di 1176 Società Italiane*, Milano.

- Mengarelli G., 1979, *Politica e Teoria Monetaria nello Sviluppo Economico Italiano*, Boringhieri, Torino.
- Ministero del Tesoro, 1982, *Il Sistema Creditizio e Finanziario*, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma.
- Modigliani F., Cohn R.A., 1979, Inflation, rational valuation and the market, *Financial Analyst Journal*, May-April.
- Monti M., Siracusano B., 1979, L'intermediazione finanziaria del settore pubblico, la composizione del credito e l'allocazione delle risorse, *Economia Italiana*, n. 2.
- Nardozzi G., 1981, Accumulazione di capitali e politica monetaria, in Lunghini G., a cura di, *Scelte Politiche e Teorie Economiche in Italia*, Einaudi, Torino.
- Nardozzi G., 1983, *Tre Sistemi Creditizi*, Il Mulino, Bologna.
- Nardozzi G., Onado M., 1980 I rapporti tra banche e imprese ed il settore pubblico come intermediario finanziario, *Economia Italiana*, n. 2.
- Onado M., 1980, *Il Sistema Finanziario Italiano*, Il Mulino, Bologna.
- Onado M., 1984, Evoluzione dei sistemi di vigilanza nel sistema bancario italiano, in Azzolini R. e Marani U., a cura di, *Politica Monetaria e Debito Pubblico*, Franco Angeli, Milano.
- Orsenigo L., 1983, Il finanziamento delle imprese nella programmazione dei flussi finanziari, in Vaciago G., *La Programmazione dei Flussi Finanziari in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Pepe R., 1979, Il rifinanziamento delle aziende di credito, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Pivato G., 1984, I fondi comuni di investimento mobiliare aperto in Italia, *Rivista delle Società*.

- Rispoli M., 1980, Le società consortili per azioni e il risanamento delle imprese, in Minervini G., a cura di, *La Crisi dell'Impresa Industriale*, Liguori, Napoli.
- Sarcinelli M., 1981, Il ruolo della banca centrale nell'economia nazionale, *Economia Italiana*.
- Sarcinelli M., 1982, Gli strumenti di politica monetaria quali fattori di disintermediazione bancaria, *Economia Italiana*.
- Sarcinelli M., 1987, Determinanti e direttrici della politica finanziaria italiana, *Moneta e Credito*, marzo.
- Silber W.L., 1983, The process of financial innovation, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, March.
- Tarantola Ronchi A.M., 1979, Il mercato monetario, in Cotula F. e De Stefani P., a cura di, *La Politica Monetaria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Vaciago G., Verga G., 1982, Domanda di moneta e disintermediazione delle banche, *Moneta e Credito*, marzo.
- Van Horne J.C., 1985, On financial innovations and excesses, *Journal of Finance*, July.
- Zautzik E.A., 1984, La domanda di BOT da parte del pubblico, *Temi di Discussione*, n. 28, Banca d'Italia, Roma.

APPENDICE STATISTICA

Tavola 1
Composizione dei portafogli delle famiglie
Consistenze (quote percentuali)

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
depositi bancari	27,9	29,7	30,0	30,5	31,6	32,7	31,9	36,1
valori mobiliari	39,2	33,0	34,2	34,7	33,1	31,0	30,0	27,4
di cui:								
B.O.T.	-	-	-	-	-	-	-	-
titoli a m. e l.	15,5	16,5	16,7	18,5	19,7	19,7	18,6	17,9
azioni	23,7	16,5	17,5	16,2	13,4	11,3	11,4	9,5
fondi comuni	-	-	-	-	-	-	-	-
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
depositi bancari	36,8	37,6	40,0	47,6	50,3	52,9	53,8	52,6
valori mobiliari	27,5	25,0	24,7	17,1	15,4	14,4	13,1	18,9
di cui:								
B.O.T.	-	-	-	-	0,2	1,4	2,9	3,6
titoli a m. e l.	18,1	18,8	17,6	13,6	13,3	11,7	9,5	10,6
azioni	9,4	6,2	7,1	3,5	1,9	1,3	0,7	4,7
fondi comuni	-	-	-	-	-	-	-	-
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
depositi bancari	52,5	48,3	46,5	48,0	43,5	37,7	33,9	30,0
valori mobiliari	20,5	26,8	29,0	28,9	35,1	35,6	39,4	41,3
di cui:								
B.O.T.	5,5	9,3	13,0	13,4	14,1	13,6	12,7	10,7
titoli a m. e l.	10,1	7,8	8,0	9,4	14,2	15,6	16,6	17,0
azioni	4,9	9,7	8,0	6,1	6,8	6,4	10,1	13,6
fondi comuni	-	-	-	-	-	0,9	3,1	6,8

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni.

Tavola 2
Quota dei depositi bancari sulle attività finanziarie
sull'interno (escluse azioni). Consistenze

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
depositi bancari	53,1		53,8	53,8	54,4	54,7	56,5	56,7

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
depositi bancari	57,3	58,2	61,6	62,3	64,6	66,2	65,2	64,4

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
depositi bancari	62,2	58,2	58,5	53,2	47,4	44,3	41,3	38,8

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni.

Tavola 3
Quota percentuale dei depositi bancari sulle attività finanziarie dell'economia. Consistenze

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
depositi bancari	37,8		37,7	39,5	40,6	19,5	42,5	44,7
	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
depositi bancari	44,9	45,3	50,6	53,9	56,8	59,6	59,5	50,3
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
depositi bancari	40,4	39,8	42,2	39,1	36,0	27,3	23,3	25,7

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni.

Tavola 4
Composizione dei portafogli delle famiglie
Flussi (quote percentuali)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
depositi bancari	42,6	34,9	38,0	39,2	34,7	56,9	41,4	44,4
valori mobiliari	19,4	27,4	23,8	20,6	16,4	12,4	18,6	17,1
di cui:								
B.O.T.								
titoli a m. e l.	20,5	26,3	23,4	19,9	14,0	9,1	18,1	15,4
azioni	-1,1	1,1	0,4	0,7	2,4	3,3	0,5	1,7
fondi comuni	-	-	-	-	-	-	-	-

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
depositi bancari	56,8	84,2	60,4	66,7	66,6	53,0	52,6	45,0
valori mobiliari	11,4	-7,8	12,6	10,9	13,0	23,0	26,2	28,3
di cui:								
B.O.T.			0,2	8,5	10,9	8,6	18,8	30,0
titoli a m. e l.	9,7	-8,0	10,5	0,7	1,9	14,1	6,1	-3,2
azioni	1,7	0,2	1,9	1,7	0,2	0,3	1,3	1,5
fondi comuni	-	-	-	-	-	-	-	-

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
depositi bancari	34,4	49,0	20,4	19,1	17,9	13,2
valori mobiliari	46,4	28,2	64,4	47,0	55,3	49,9
di cui:						
B.O.T.	36,4	13,3	16,1	11,7	9,0	2,3
titoli a m. e l.	8,4	14,1	38,1	20,3	20,8	18,7
azioni	1,6	0,8	10,2	5,0	25,5	28,9
fondi comuni	-	-	-	4,0	12,4	22,7

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni.

Tavola 5
Passività finanziarie delle imprese

	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
debiti a breve con gli Istituti di credito	29,2	31,2	28,4	28,7	31,4	31,6	33,1	33,8
debiti a lungo con gli Istituti di credito e con l'Estero	17,6	22,1	21,1	20,5	22,4	24,0	25,0	26,2
obbligazioni	5,8	7,8	8,4	8,7	8,9	9,2	9,6	8,8
azioni	45,3	36,6	38,7	38,8	34,1	32,0	29,3	28,2
fondi di dotazione	1,3	1,4	2,5	2,4	2,2	2,2	2,0	2,0
altre passività finanz.	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
TOTALE	100,0							
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
debiti a breve con gli Istituti di credito	32,9	33,3	32,8	35,8	36,2	42,7	39,1	36,4
debiti a lungo con gli Istituti di credito e con l'Estero	28,5	29,3	28,0	26,9	28,1	29,0	28,2	27,2
obbligazioni	8,6	8,6	8,3	7,8	8,0	8,1	7,4	6,9
azioni	26,4	24,8	26,7	25,5	23,4	15,1	20,2	22,9
fondi di dotazione	2,6	3,0	3,2	3,3	3,3	3,5	3,6	4,3
altre passività finanz.	1,0	1,0	1,0	0,7	1,0	1,6	1,5	1,7
TOTALE	100,0							
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
debiti a breve con gli Istituti di credito	34,3	24,6	26,3	25,6	24,0	26,8	20,6	16,7
debiti a lungo con gli Istituti di credito e con l'Estero	25,2	19,1	22,4	22,9	21,1	21,8	15,2	12,4
obbligazioni	5,8	3,5	3,4	3,9	3,6	3,6	2,5	2,3
azioni	29,5	48,2	41,9	38,2	41,8	37,1	53,4	61,8
fondi di dotazione	3,7	3,1	4,2	5,3	5,5	6,0	4,6	3,6
altre passività finanz.	1,5	1,5	1,8	4,1	4,0	4,7	3,7	3,2
TOTALE	100,0							

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni.

Tavola 6
Differenziale tra tassi d'interesse

	BTP C/C	BTP Risp.	ICM C/C	ICM Risp.	BOT (3m) C/C	BOT (3m) Risp.
1963	2,16	1,45	3,18	2,47		
1964	2,55	2,11	4,07	3,63		
1965	1,95	1,65	3,42	3,12		
1966	1,86	1,64	2,92	2,70		
1967	1,80	1,68	2,87	2,75		
1968	1,62	1,56	2,79	2,73		
1969	1,65	1,67	2,91	2,93		
1970	2,75	3,38	4,07	4,70		
1971	2,34	3,10	3,51	4,27		
1972	2,39	2,78	3,20	3,59		
1973	2,44	3,05	3,00	3,61		
1974	1,51	1,70	2,10	2,29	7,22	7,41
1975	2,50	1,83	3,29	2,62	4,51	3,84
1976	1,98	1,43	2,71	2,13	7,13	6,58
1977	2,71	2,14	2,56	1,99	2,83	2,26

Fonte: Elaborazioni sui dati presentati in Bianchi, 1979, pp. 186-187.

Legenda: BTP - Buoni poliennali del Tesoro
 C/C - Depositi in c/c
 ICM - Obbligazioni degli Istituti di Credito Mobiliare
 BOT (3 m.) - Buoni Ordinari del Tesoro a 3 mesi

Tavola 7
Consistenze dei titoli a reddito fisso per gruppi di possessori
 (valori percentuali in termini del valore nominale
 dei titoli alla fine dell'anno)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
B.I. - UIC	4,2	4,7	4,8	5,1	9,6	12,9	13,6	14,4	16,4
Aziende di Credito	33,5	35,8	36,5	38,3	37,9	37,6	38,7	39,7	43,6

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia* - vari anni

Tavola 8
Consistenze dei BOT sul Totale dell'indebitamento
del settore Statale (dati di fine periodo - miliardi di lire)

	<u>valori assoluti</u>	<u>valori percentuali</u>
1973	6,159	14,9
1974	12,860	25,7
1975	19,851	29,8
1976	27,756	34,2
1977	32,552	31,3

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia*, 1977, Appendice

Tavola 9
Consistenze di BOT presso il settore bancario
(dati di fine periodo in miliardi di lire;
valori in percentuale dell'indebitamento del settore statale)

		investimenti liberi		riserva
		c/o Aziende di credito	c/o BI - UIC	obbligatoria
1973	saldo	757	1468	3809
	%	1,8	3,6	9,2
1974	saldo	2240	6290	4061
	%	4,5	12,6	8,1
1975	saldo	6603	11654	652
	%	9,9	17,5	1,0
1976	saldo	6447	18028	-
	%	7,9	22,2	-
1977	saldo	17133	7589	-
	%	16,5	7,3	-

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia, 1977, Appendice*

Tavola 10
Quota percentuale dei fondi comuni di investimento
sulle attività finanziarie sull'interno (escluso azioni)
Consistenze

	<u>%</u>
1984	0,1
1985	2,0
1986	5,6
1987	4,5

Fonte: *Relazioni della Banca d'Italia*, vari anni

L'intermediazione bancaria negli anni della crisi economica italiana (1964-1984)

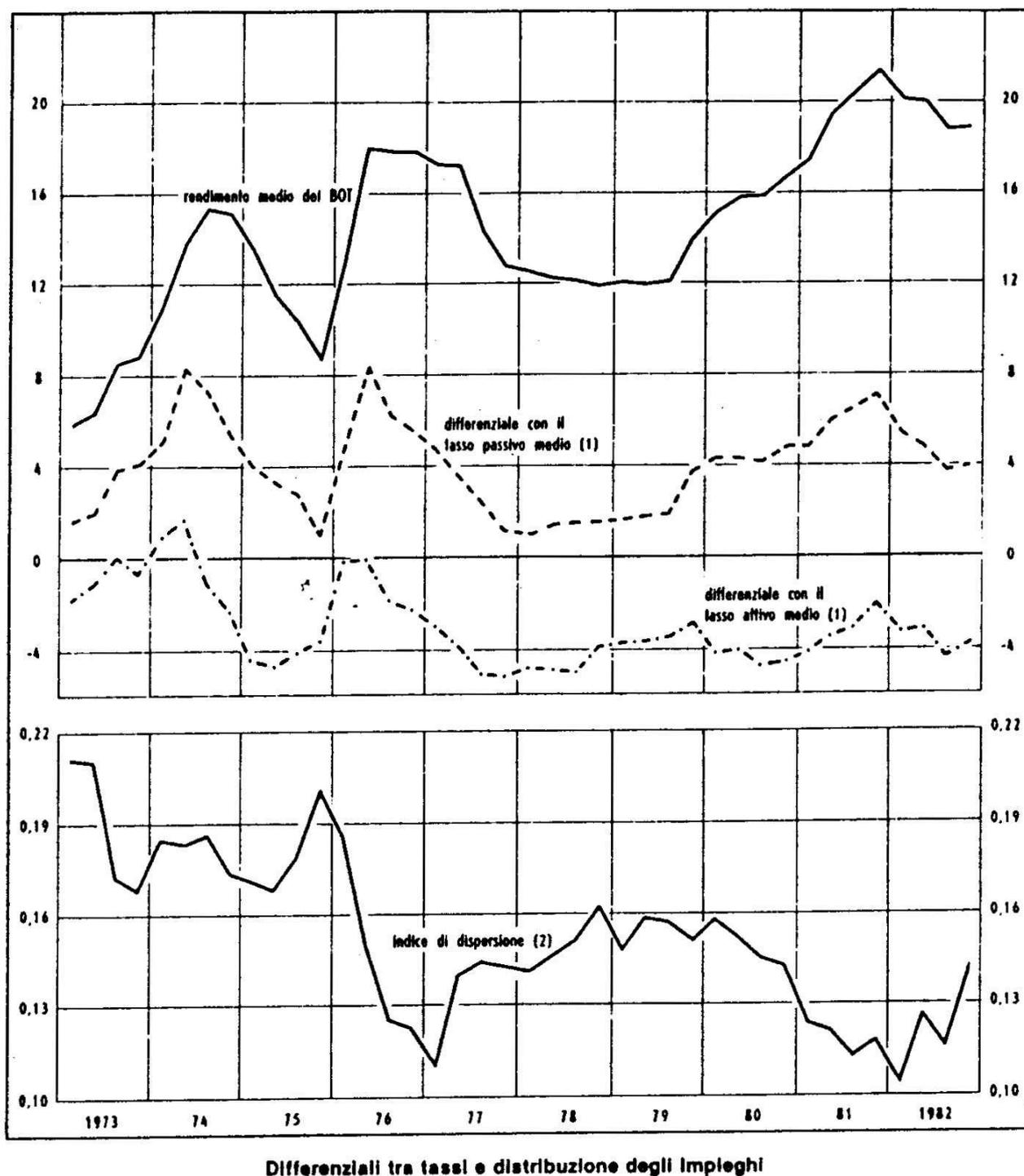


Figura 1 - Fonte relazione della Banca d'Italia, 1982, p. 264. Differenziali tra tassi e distribuzione degli impieghi.

(1) Differenziale tra rendimento medio dei BOT e tassi di interesse bancari (fonte: Centrale dei rischi).

(2) Rapporto tra scarto quadratico medio e media della distribuzione degli impieghi per classe di tasso; i dati si riferiscono ai prestiti in conto corrente censiti dalla Centrale dei rischi.