

Struttura finanziaria e sistema creditizio

Nel nostro paese, come nella generalità di quelli sviluppati, esiste una frattura tra scelte operate nelle famiglie ed centri di utilizzo del risparmio (imprese e pubblica amministrazione).

I dati disponibili mostrano come le opzioni del settore eccedentario non siano in sintonia con la scala di preferenza espressa dai comparti debitori in tema di strumenti di finanziamento.

La crisi dei titoli azionari, che hanno subito la duplice erosione del degrado monetario e del ribasso dei corsi, la fuga del risparmio privato dal mercato obbligazionario in conseguenza delle attese inflazionistiche, la tendenza degli investitori, tipiche in momenti di incertezza a preferire forme di impiego liquido, sono tutti fattori che hanno contribuito ad alterare una fisiologica ripartizione dei flussi finanziari, concentrando presso una sola categoria di istituti un cospicuo volume di intermediazione.

Sulla scarsa propensione all'investimento azionario hanno inciso una pluralità di fattori: la flessione dei profitti aziendali, il divario fra tasso di investimento domandato ed offerta, la variabilità dei corsi, il non soddisfacente funzionamento della borsa, il trattamento fiscale discriminatorio. Dal lato della domanda, la capacità di intermediazione del mercato primario delle azioni è stata negativamente influenzata dal maggiore costo che il capitale di rischio comporta rispetto all'indebitamento ed in particolare al credito agevolato.

Ciò non è senza conseguenze giacchè esiste un legame tra tipo di struttura finanziaria delle imprese ed accumulazione.

Ed infatti un peggioramento del grado di leverage rispetto a quello ritenuto ideale provoca, a parità dei profitti attesi, una caduta della propensione ad investire, che si riflette sulla capacità di reddito ed occupazione del comparto.

Il possesso obbligazionario, d'altronde, non è appetibile in presenza di attese inflazionistiche vivaci che erodano il valore capitale dell'attività e riducano sino ad annullare il frutto reale dell'investimento. In un simile contesto il mercato si sviluppa in modo anomalo e, seppure formalmente articolato su di una pluralità di centri, trova il

principale punto di appoggio nella crescita di intermediari che operano nel breve termine.

L'incompatibilità fra esigenze di chi risparmia e chi domanda risorse è sanata, quindi, dall'opera delle banche. Il tipo di passività offerto soddisfa le scelte delle unità in surplus ed in deficit, ma ciò comporta un costo per la maggiore tortuosità ed onerosità del circuito finanziario, per l'inaridimento del canale diretto famiglie imprese, per la rapida espansione dell'indebitamento delle aziende produttrici, per l'adozione di misure amministrative a carico del settore bancario.

È noto che l'esigenza di sostenere gli investimenti e favorire la copertura del disavanzo pubblico ha indotto le autorità ad introdurre vincoli all'operare delle aziende di credito. Si verifica, pertanto, il paradosso di un gigantismo bancario nella raccolta e il crescente spiazzamento del sistema per effetto della espansione della spesa e del disavanzo pubblico. Nel corso dell'anno, 33.100 miliardi su di un flusso di credito totale interno di 50.000 miliardi sono stati assorbiti dalle esigenze dello Stato che si stima, nel 1978, opererà trasferimenti per 11.000 miliardi, circa il doppio dell'anno scorso. Ne deriva un effetto di emarginazione dell'attività di finanziamento delle banche a favore delle imprese sostituite da un «banchiere occulto», la Pubblica Amministrazione.

Come è stato correttamente sottolineato, ciò comporta un costo aggiuntivo per la minore efficienza allocativa, giacchè lo Stato non può concedere finanziamenti con la flessibilità delle forme tecniche delle banche.

Si attenua il potere di scelta dell'erogatore e cessa la funzione selettiva tipica del banchiere tra le varie iniziative imprenditoriali. Tutto si «confonde ed ingrigisce, l'intermediazione finanziaria entra nello Stato e in cambio la burocratizzazione entra in banca». Si aggravano, conseguentemente, le distorsioni per i dubbi che l'allocazione pubblica privilegia le grandi imprese e sostenga aziende decotte. D'altra parte, la povertà del mercato, l'assenza di alternative valide, se rafforzano la raccolta delle aziende di credito, le gravano di compiti che ne indeboliscono le funzioni proprie e ne riducono il margine di autonomia.

In quest'ottica, si collocano i controlli diretti e le eccessive aspettative risposte nell'utilizzo della leva monetaria. Le banche sono al centro degli «interventi di crisi», che le autorità di governo elaborano di volta in volta facendo carico al sistema di correggere le disjunzioni nella creazione e nella ripartizione dei flussi finanziari. È stato più volte detto che l'attribuzione di compiti impropri, quali il risanamento

delle imprese ed il superamento delle difficoltà del settore pubblico, dia luogo ad inefficienze allocative, ad una riduzione del volume di attività delle istituzioni ed un aumento del divario tra tassi attivi e tassi passivi, deresponsabilizzando il banchiere riducendone il ruolo e la funzione equilibratrice e di stimolo del sistema.

Nel fare la diagnosi delle cause che hanno determinato le attuali distorsioni, si ricavano le terapie: ridurre il grado di inflazione perchè ciò porta ad una struttura più armonica dei tassi e ad un processo di scelte dei risparmiatori più equilibrato: contenere la spesa corrente ed il fabbisogno pubblico che incide sul degrado monetario e determinare un allargamento della quota di credito totale interno al settore privato; limitare l'attività di intermediazione dello Stato che emargina e burocratizza il ruolo delle banche, recuperare l'impresa come centro di produzione di nuova ricchezza, rivedere a fondo il meccanismo del credito agevolato.

Al ridimensionamento delle distorsioni di flussi finanziari originati da squilibri reali delle aziende e della Pubblica Amministrazione dedica la propria attenzione il Piano triennale. Non esistono dubbi sul fatto che il disavanzo del settore pubblico esercita una pressione tanto ingente quanto disordinata sulle componenti del nostro sistema finanziario.

Il Tesoro, attraverso le sue richieste alla Banca d'Italia, concorre ad alimentare la formazione di base monetaria, « materia prima » del processo di intermediazione e, al tempo stesso, assorbe una quota rilevante dei prodotti dell'attività delle banche, sia prestili in senso stretto che titoli collocati presso gli intermediari e investitori individuali.

Specie nei periodi in cui le autorità monetarie sono indotte a limitare l'afflusso di liquidità al sistema, la pressione esercitata dal settore pubblico sull'offerta di prestili si traduce in un razionamento del credito per altri settori ed in un aumento del prezzo. In definitiva il comportamento della Pubblica Amministrazione aggrava la gestione delle aziende e tende ad emarginare le istituzioni bancarie costrette ad operare su flussi di risparmio ridotti.

Nel periodo settembre 1977-settembre 1978, gli impieghi che le aziende di credito hanno erogato al settore pubblico sono diminuiti di 2.811 miliardi mentre sono cresciuti di 9.604 miliardi quelli destinati al comparto privato.

Tuttavia alla riduzione del sostegno diretto si è sostituito, come già nel 1977, il forte aumento del portafoglio titoli pubblici delle banche

(+ 21.021 miliardi per un incremento percentuale del 35,5% nel periodo novembre 1977-novembre 1978).

Nel complesso, dunque, negli undici mesi del 1978, le aziende bancarie hanno fornito credito per 21.384 miliardi alla Pubblica Amministrazione (64,6% del totale erogato contro il 59,1% del 1977 e il 37,5% del 1976) e circa 10.629 miliardi al settore privato.

Il contenimento del fabbisogno pubblico e la riaffermazione della particolare funzione delle aziende di credito sono tra le attestazioni più significative del Piano triennale, che sottolinea con forza il ruolo strategico e propulsivo dell'impresa in una ristabilita logica di mercato.

La doppia intermediazione e l'accresciuto ricorso all'emissione di titoli di debito sono il riflesso, anche e soprattutto, delle difficili situazioni reddituali delle aziende; se l'unità produttiva non crea ricchezza non vi può essere autofinanziamento nè la possibilità di remunerare il risparmiatore che ha sottoscritto il capitale.

Sostenere, quindi, come si fa nel Piano triennale, il ripristino della redditività di impresa è condizione fondamentale non solo per una crescita dell'accumulazione nel sistema, ma per un ridimensionamento dei saldi finanziari ed un alleggerimento dei flussi creditizi oggetto di intermediazione.

Non di meno interventi sulla struttura finanziaria possono ottenere risultati significativi sia nell'accorciamento dei circuiti che sulle scelte degli operatori. La rivalutazione della Borsa come mercato allocativo per eccellenza contraddistinto da caratteristiche particolari — quali l'essere di ausilio alla gestione imprenditoriale, consentire la pronta trasferibilità dei fondi, offrire possibilità di accesso ai risparmiatori con disponibilità ridotte, valutare le prospettive future dell'azienda — potrebbe consentire a tale centro di raccolta e smistamento del risparmio un compito di rilievo in una economia pluralista.

Per favorire il classamento dei titoli primari delle aziende produttive, appare opportuna una attenta considerazione della possibilità di sviluppare l'attività di intermediazione anche nella borsa attraverso la diffusione di organismi non bancari capaci di dare funzionalità ai mercati secondari e continuità di offerta di risparmio in quelli primari. La rivitalizzazione del mercato a reddito fisso con una struttura di tassi che torni a rispecchiare il diverso grado di liquidità e di rischio delle attività può contribuire, in presenza di un degrado monetario che si affievolisce, a ridurre il « dominio » del deposito bancario.

Il Governatore della Banca d'Italia ha osservato come il filo che lega la raccolta all'investimento sia « troppo teso e sottile per resistere

allo strappo di una qualsiasi perturbazione finanziaria, commerciale e valutaria ».

Se si vuole garantire un processo di accumulazione meno incerto è necessario rafforzare il canale diretto risparmiatori-richiedenti credito.

A tale scopo l'indicazione che il Prof. Baffi rivolge alle Banche è di rinunciare ad una quota di mercato in favore di un classamento nel portafoglio del pubblico, una rinuncia saggia perchè la riduzione a proporzioni più accettabili dell'intermediazione e la trasformazione qualitativa da parte degli istituti bancari avrebbe come conseguenza il recupero di un rinnovato slancio operativo.

L'invito è di ricercare con attenzione « la corretta linea di confine tra l'area del comune interesse e quella della competizione ». Forzare la raccolta è un comportamento sbagliato, che si traduce in una moltiplicazione eccessiva degli strumenti finanziari e che impedisce un rapido ritorno ai meccanismi spontanei. In un contesto caratterizzato da anomalie nella ripartizione dei flussi delle risorse e dalla esigenza di perseguire obiettivi plurimi diviene difficile rinunciare ad interventi amministrativi.

Se, al contrario, al contenimento del disavanzo del tesoro si contrappone una ripresa negli acquisti di titoli da parte delle unità in surplus, le autorità possono allentare i « lacci ed i laccioli » che vincolano il comportamento delle banche senza dover creare base monetaria aggiuntiva. In modo non diverso il policy-maker è indotto ad operare se il pubblico sostiene in via diretta la provvista degli istituti speciali.

L'accorciamento dei circuiti ed un maggiore afflusso diretto di risparmio nelle imprese possono essere perseguiti oltre che con un maggior utilizzo degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale di rischio anche mediante l'allargamento dell'attività di debito specie a medio-lungo termine, offrendo « assets » con clausole di correzione monetaria.

Il Governatore della Banca d'Italia ha riproposto l'emissione di titoli indicizzati sia per il finanziamento dell'edilizia che per le imprese fornitrici di servizi di pubblica utilità. Si dimostra, sulla base di ipotesi realistiche — quali avversione al rischio, sensibilità al tasso di interesse, medesime aspettative — che l'indicizzazione, limitata ad alcuni comparti, può rendere più appetibili i titoli a reddito fisso sia ai risparmiatori che agli utilizzatori finali del credito.

Nello stesso senso vanno le proposte sull'introduzione nel nostro mercato di obbligazioni fondiari protette e di depositi anch'essi indicizzati nell'ambito del risparmio casa. Una particolare forma di atti-

vità finanziaria a prova d'inflazione dovrebbe essere offerta dall'INA ; una rendita vitalizia indicizzata a partire dal momento del pensionamento. Si tratta di soluzioni tecniche diverse, ma che rispondono ad una unica esigenza, quella di garantire al risparmiatore, penalizzato dall'erosione monetaria, la disponibilità di valide alternative di investimento.

Per quel che qui interessa, non si tratta solo di salvaguardare il capitale accantonato ed il suo frutto, bensì di incidere sulle turbative che lo svilimento monetario genera nel processo di scelta e di conseguenza sulla destinazione dei flussi finanziari.

Per concludere, il nostro sistema finanziario appare eccessivamente dilatato in alcuni comparti e scarsamente irrorato in altri. Ma il modo autenticamente corretto per equilibrarlo ed assicurare una sua maggiore efficienza funzionale ed allocativa sta nella individuazione di soluzioni idonee a problemi quali l'altezza dei disavanzi da colmare, quindi, nella riattivazione del risparmio pubblico e nel rafforzamento di quello di impresa. Non meno importante è agire su punti che si trovano all'interno dei circuiti, incidendo sulle preferenze dei risparmiatori sì da evitare una patologica espansione delle attività liquide e della intermediazione bancaria.

Soluzioni alternative non esistono, giacchè operare esclusivamente sulle aziende di credito, attribuendo ad esse la facoltà (o magari l'obbligo) di fornire capitale di rischio alle imprese, accollando alle banche una maggiore quantità di obbligazioni o trasformando i crediti esistenti, può forse attenuare temporaneamente la portata dei problemi, ma può tradursi in un completo stravolgimento delle funzioni originarie e tipiche degli intermediari stessi.