

Sessione 1

LA STORIA

Presidente: *Stefano Fenoaltea*

LE ORIGINI DEI CONTI FINANZIARI NEGLI STATI UNITI E IN ITALIA: COPELAND, BAFFI, LE ISTITUZIONI

*Riccardo De Bonis e Alfredo Gigliobianco**

1. Introduzione

Thomas Kuhn ci ha resi consapevoli di quanto sia difficile, discorrendo di rivoluzioni scientifiche, rispondere a domande del tipo “Quando sono avvenute?” o “Dove sono avvenute?” L’invenzione dei conti finanziari, di cui la stragrande maggioranza della popolazione mondiale non ha avuto alcun sentore, può al massimo aspirare al rango di “piccola rivoluzione”; le si applicano tuttavia le cautele metodologiche consigliate da Kuhn. Anche se, forzando i dati offertici dalla cronaca, a quelle domande volessimo rispondere “negli anni cinquanta” e “negli Stati Uniti”, dovremmo fronteggiare un’altra difficoltà. Le rivoluzioni scientifiche di rado sono dovute al genio individuale, come immaginato dalla tradizione romantica dell’inventore genio solitario. Esse sono più spesso attribuibili allo sforzo di più studiosi, che possono arrivare alla stessa conclusione sulla base di approcci diversi. Gli studiosi, infine, difficilmente sarebbero in grado di produrre un risultato senza l’appoggio di organizzazioni dotate dei mezzi necessari. L’analisi del modo in cui entrano in contatto le motivazioni degli studiosi e quelle delle organizzazioni è dunque essenziale per comprendere i progressi della conoscenza.

In questo lavoro mostriamo che la nascita dei conti finanziari è il frutto di una elaborazione complessa, iniziata in modo quasi autonomo in diversi paesi, a opera di economisti e statistici. Tale elaborazione, pur rispondendo a un fascio di interrogativi teorici e di preoccupazioni pratiche comuni, non è riconducibile a un unico movente. Essa ha dato origine a schemi e apparati concettuali simili, ma distinti. Ciò detto, non pare dubbio che il grande sistematizzatore statistico dei conti è stato Morris A.

* Banca d’Italia, rispettivamente Servizio Studi e Ufficio Ricerche Storiche. Il lavoro è dedicato alla memoria di Curzio Giannini. De Bonis ha curato i paragrafi 2 e 4, Gigliobianco il paragrafo 3. Giuseppe Acito, Roberto Barbato e Maurizio Castellani hanno curato la preparazione della tavole. Si ringraziano Franco Cotula e Eugenio Gaiotti per gli utili suggerimenti ed Elisabetta Loche, dell’Archivio Storico della Banca d’Italia, per la collaborazione fornita alla ricerca. Le opinioni degli autori non impegnano l’Istituto di appartenenza. Il contributo si concentra sugli anni quaranta e cinquanta; non approfondisce gli sviluppi dei conti finanziari negli anni sessanta.

Copeland (1895-1989), il quale pubblicò uno studio preliminare nel 1947, poi, nel 1952, il fondamentale “*A Study of Moneyflows in the United States*”.

Descriveremo prima il lavoro di Copeland, dalle origini ideali che collochiamo nel periodo della seconda guerra mondiale fino all’opera del 1952 e al successivo intervento della Federal Reserve, *grosso modo* fino alla fine degli anni cinquanta (par. 2). Affronteremo poi i paralleli sviluppi in Italia (par. 3). Concluderemo con alcuni filoni di ricerca successivi sui conti finanziari (par. 4).

Un tratto comune a tutto il lavoro è l’importanza delle istituzioni per lo sviluppo delle statistiche. Anche i conti finanziari hanno avuto le loro *Royal Society* e Accademie dei Lincei¹: le banche centrali, gli organismi di ricerca semipubblici come il National Bureau of Economic Research, gli istituti centrali di statistica, gli enti internazionali.

Il saggio soffre di uno sbilanciamento, che in parte è giustificato dalla stessa materia trattata: mentre il paragrafo “americano”, in cui è necessario analizzare una costruzione teorica complessa, si colloca per un ampio tratto nell’ambito della storia delle dottrine, quello “italiano” è più rivolto a spiegare come le politiche economiche, e i discorsi intorno alle politiche, hanno potuto condizionare la struttura stessa dei conti finanziari.

2. I moneyflows di Copeland e i flow of funds della Federal Reserve

2.1 Che cosa sono i moneyflows ?

Nel 1944 Copeland ricevette l’incarico dal National Bureau of Economic Research (NBER) di costruire un quadro statistico del circuito monetario. Il progetto fu svolto in collaborazione con la Federal Reserve, in particolare con la Division of Research and Statistics del Board. Dopo la prima guerra mondiale, lavorando nel NBER, Wesley Mitchell aveva costruito stime annuali del reddito nazionale². Il punto di partenza di Copeland è una nota non pubblicata di Mitchell del 1944, nella quale l’economia è divisa in quattro settori. Ogni settore origina e riceve flussi monetari (*moneyflows*) dagli altri. Un sistema di registrazione a doppia

¹ Il ruolo delle istituzioni nella storia della scienza moderna è enfatizzato da Clericuzio (2005) e da Gemelli (1997).

² Si vedano Fabricant (1984) e Rutheford (2003) sulla storia del NBER e il ruolo di Mitchell.

entrata riporta da un lato i flussi in uscita da ogni settore, dall'altro i flussi in entrata. Ogni flusso appare al passivo di un settore e all'attivo di un altro.

Il primo risultato pubblico del lavoro di Copeland è un articolo del 1947, apparso nell'*American Economic Review*. Nel 1952 vede la luce la sua opera principale. In essa sono analizzati i *moneyflows* dei settori istituzionali americani dal 1936 al 1942³. Lo schema iniziale presenta due settori – le famiglie; gli altri settori aggregati insieme – e sei tipi di *moneyflows*. Successivamente l'analisi si allarga, fino a comprendere undici settori: le famiglie; le imprese agricole; le imprese industriali; le imprese individuali; il governo federale; gli Stati e gli altri governi locali; le banche; le compagnie assicurative del ramo vita; le altre imprese assicurative; altri intermediari finanziari che non rientrano nelle categorie precedenti; il resto del mondo.

Copeland individua quattro origini, o moventi, dei *moneyflows*: le quote distributive, la vendita di beni e servizi, i trasferimenti, i finanziamenti che un settore accorda agli altri. Esistono 14 tipi di *moneyflows* e tutti possono essere ricondotti ai quattro moventi ricordati. Quattro *moneyflows* sono riconducibili alle quote distributive delle famiglie: stipendi e salari, pagamenti di interessi, dividendi, ricavi delle imprese individuali. Altri quattro derivano da transazioni legate alla produzione: pagamenti dei clienti alle imprese per la vendita di beni e servizi; affitti; pagamenti rateali ai costruttori; pagamenti per vendite immobiliari. Altri cinque *moneyflows* – premi assicurativi, benefici assicurativi, tasse, rimborsi fiscali, spese pubbliche – rientrano nella categoria dei trasferimenti. Il quattordicesimo *moneyflow* registra transazioni finanziarie ed esaurisce il quarto movente.

Le statistiche costruite da Copeland forniscono informazioni sulla ripartizione dei *moneyflows* tra le transazioni legate alla produzione, quelle collegate a trasferimenti e quelle riconducibili a canali finanziari. Ogni settore ha un suo bilancio, con le sue attività e le sue passività. Ricorrente è

³ La convinzione di Kunh – le rivoluzioni scientifiche non sono mai dovute a un solo studioso – è confermata dallo stesso Copeland, che nella prefazione del suo volume scriveva: "*Mention should be made, too, of a study that to some extent parallels the present attempt to organise debt and credit information and relate it to gross national product information, Raymond Goldsmith's study of saving and capital markets in the Unites States. Had some of the results of Goldsmith's study become available a year or so earlier, my task would have been easier*". Il riferimento di Copeland era ai lavori di Goldsmith che sarebbero confluiti nel monumentale "*A Study of Saving in the United States*". L'uso dei bilanci dei settori istituzionali e dei conti finanziari da parte di Goldsmith esula dagli obiettivi di questo lavoro e avrebbe meritato un contributo *ad hoc*.

la distinzione tra grandezze misurate in termini di cassa e aggregati basati sul principio della competenza economica, anche se Copeland propende per una misurazione in termini di cassa. I *moneyflows* sono presentati come un'estensione della contabilità nazionale, un tema al quale Copeland aveva dedicato molti contributi a partire dalla fine degli anni venti; continuo è il confronto tra i *moneyflows* e il concetto di reddito nazionale. Copeland sostiene che sia il suo approccio sia quello del reddito nazionale sono basati sull'idea dell'economia come un circuito. L'impostazione dei *moneyflows* consente di analizzare operazioni di debito e credito che non fanno parte dei concetti della produzione e della distribuzione del reddito.

Copeland inquadra il suo lavoro come un'estensione del “*social accounting to moneyflows measurement*”⁴, sottolineando i vantaggi della sua impostazione nei confronti dell'equazione degli scambi; in particolare, l'approccio disaggregato rende disponibili per ogni settore “*money inflows*” e “*money outflows*”. Pur in presenza di una definizione diversa dei settori istituzionali, Copeland afferma che il lavoro di Leontief è simile al suo⁵. I *moneyflows* vanno da un settore all'altro dell'economia, con le passività che finanziano le attività. Leontief parla di input che producono output. Tra i due approcci c'è una similitudine visiva, dato che le misurazioni dei fenomeni sono realizzate attraverso la costruzione di grandi matrici a doppia entrata.

Accanto ai flussi registrati dai *moneyflows*, Copeland si occupa di consistenze, misurate dai *loanfunds*, vale a dire da attività e passività finanziarie dei settori istituzionali. Richiama l'opera di Irving Fisher del 1906, *The Nature of Capital and Income*, che traccia una distinzione tra consistenze e flussi. Copeland sottolinea l'importanza dell'uso dei bilanci in economia, secondo un approccio già seguito, tra gli altri, da Robertson, Mitchell, Hawtrey, Lutz, J. Hicks⁶. Ricorda le difficoltà di dialogo tra contabilità e statistiche, soprattutto per le diversità nelle convenzioni utilizzate.

⁴ “*The moneyflows accounts are in a sense an extension of the national income accounts, an extension that provides more detail by sectors*”, Copeland (1952), p. 41.

⁵ “*The Leontief set of measurement resembles the set of moneyflows measurement presented here*”, Copeland (1952), p. 42.

⁶ Nel lavoro fondamentale del 1935, Hicks invitava a “*formulare un tipo di bilancio generalizzato che vada bene per ogni individuo o istituzione*”. La teoria monetaria deve basarsi non sull'analisi del “*conto del reddito, bensì sul conto del capitale*”. Giannini (2004) sottolinea l'importanza del contributo di Hicks per aver influenzato la teoria monetaria verso l'interpretazione della moneta come fondo di valore piuttosto che come mezzo di scambio. Su Hicks si veda anche l'articolo di Massaro in questo volume.

Chiara è la distinzione tra bilanci consolidati, dove le posizioni tra settori sono al netto delle posizioni reciproche, e bilanci aggregati, che sono al lordo dei rapporti tra i settori. Sono presentati temi sui quali economisti e statistici continuano a lavorare, quali le discrepanze tra contabilità reale e contabilità finanziaria, e, nel caso delle imprese individuali, la distinzione tra beni attribuibili all'azienda e attività riferibili alla famiglia dell'imprenditore. Copeland rimarca le difficoltà di far "quadrare" attività e passività complessive dell'economia, per colpa di tre differenze: momento di registrazione delle operazioni; classificazione disomogenea delle stesse operazioni; criteri di valutazione di attività e passività⁷.

2.2 La teoria monetaria di Copeland

Dopo aver presentato la ricostruzione statistica dei *moneyflows*, Copeland discute la teoria monetaria del suo tempo. Secondo Copeland, l'economia è basata sugli scambi tra soggetti economici, attraverso un sistema di prezzi e il funzionamento di istituzioni diverse. La moneta è una delle istituzioni che consentono a un'economia di funzionare. La moneta svolge una funzione di registrazione dei *moneyflows*, è mezzo di scambio e fondo di valore che consente di far fronte agli sfasamenti che i settori istituzionali hanno tra incassi e pagamenti, accumulando o decumulando "loanfunds". Nelle sue funzioni la moneta è aiutata da attività e passività finanziarie, così come da debiti e crediti commerciali.

Copeland studia il ruolo della moneta nell'influenzare il ciclo economico. Nell'affrontare il nesso tra espansioni e contrazioni della moneta, da un lato, e andamento della produzione, dall'altro, propone "a partial reformulation of economic theory". Critica la teoria quantitativa della moneta, soprattutto la sua visione aggregata, nella quale la moneta arriva senza distinzioni a tutta l'economia. A questa visione "idraulica" dell'attività economica, Copeland contrappone la sua visione dell'economia come un circuito elettrico, nel quale esistono diversi settori che si scambiano moneta (tav. 1). Anche se talvolta confusa e troppo enfaticizzata⁸, la metafora del circuito elettrico ha l'obiettivo di sottolineare che ogni settore ha due poli diversi, ai quali le risorse affluiscono o dai quali si dipartono, e che la trasmissione dei fondi è sostanzialmente istantanea.

⁷ Cfr. in particolare il capitolo 8.

⁸ Cfr. la recensione del volume di Copeland da parte di Baumol (1954).

I settori compiono scelte discrezionali nel decidere dimensioni e composizione dei *moneyflows*. Il saldo di ogni settore dipende in parte dalle proprie scelte, in parte dalle decisioni degli altri settori. L'equazione degli scambi non ci dice quali settori “*were advancing or returning money through financial channels and which sectors were obtaining money by financing*”. Nel circuito di Copeland esistono almeno quattro settori (Amministrazioni pubbliche, famiglie, imprese, intermediari finanziari) che producono redditi, ricevono e concedono trasferimenti, danno luogo a flussi finanziari. Alcuni settori devono ricorrere a fondi esterni per finanziare le proprie spese, mentre altri concedono i fondi. Secondo Copeland, Keynes ha una visione simile, ma con una prospettiva aggregata. A Keynes interessa come gli aggiustamenti tra risparmio e investimenti influenzano il livello del reddito. L'approccio dei *moneyflows* mette in relazione le variazioni del prodotto con le variazioni dei saldi monetari e con la struttura dei debiti e dei crediti dell'economia. I comportamenti dei settori influenzano le variazioni della produzione; alcuni settori istituzionali possono diminuire le proprie attività finanziarie e aumentare la spesa; altri settori possono invece accumulare risorse finanziarie.

Copeland esamina il ruolo delle banche nel ciclo economico, confrontando la posizione di Fisher – le banche influenzano le fluttuazioni – con il punto di vista di Hansen – le banche non possono influenzare il ciclo⁹. I flussi più importanti per le banche sono le variazioni del volume e della composizione dei depositi e del credito all'economia, dato dalla somma di prestiti e obbligazioni detenute in portafoglio. Il volume del credito offerto dalle banche non è determinato autonomamente ma è influenzato dalle decisioni della Fed, attraverso l'offerta di liquidità, l'acquisto e la vendita di titoli, la fissazione di riserve minime obbligatorie. L'influenza che la Fed esercita sul sistema creditizio consente di parlare delle banche in termini aggregati, astraendo dalle differenze che esistono all'interno della compagine degli intermediari.

Sul comportamento delle banche durante il ciclo economico, Copeland ritiene ci siano asimmetrie nei quattro momenti del ciclo, vale a dire nella depressione, nella fase di ripresa, nel picco dell'espansione, nella fase recessiva. Nel cuore di una depressione, una disponibilità delle banche ad aumentare il credito può avere un effetto positivo, ma da sole le banche non sono in grado di determinare una ripresa dell'economia. Quando si

⁹ Le due tesi sono sostenute, rispettivamente, in Fisher (1935) e Hansen (1941).

avvia la ripresa, essa può essere aiutata da una maggiore disponibilità di prestiti. Se la fase espansiva è vicina a un picco, tassi bancari più alti e politiche del credito più severe possono avere effetti negativi sui *moneyflows* e indurre un peggioramento del ciclo. Quando l'economia è in recessione le banche possono peggiorare le cose, se attuano politiche restrittive, ma politiche più "facili" del credito non possono autonomamente interrompere la recessione. In sintesi, le banche influenzano i *moneyflows* e le fluttuazioni economiche, ma soprattutto nelle fasi espansive. Sono posizioni vicine al consenso tradizionale che la politica monetaria può essere "un ottimo freno ma non una buona frusta".

Copeland conclude il suo contributo indicando direzioni di ricerca sulle quali indirizzare gli sforzi in futuro. Auspica la costruzione di statistiche che distinguano i bilanci delle famiglie povere e di quelle ricche, un obiettivo perseguito ancora oggi. Si augura che si possa arrivare a dati trimestrali sull'attività delle imprese e ad analisi regionali dei *moneyflows* negli Stati Uniti. Si interroga soprattutto sull'utilizzo di statistiche che per gli strumenti finanziari individuino non solo l'emittente ma anche il detentore; questo principio, denominato "*from whom to whom*", appare nel suo libro, per carenza di statistiche, solo in pochi casi; è stato introdotto negli Stati Uniti e in Italia tra gli anni cinquanta e sessanta, ma in maniera sistematica nei conti finanziari europei solo con il Sistema europeo dei conti del 1995. Copeland conclude ricordando l'enfasi posta da Keynes sul ruolo della domanda nel determinare variazioni del reddito nazionale. Secondo Copeland, anche il suo approccio basato sulla discrezionalità delle scelte dei settori offre una base per sottolineare l'importanza della domanda. Quando quest'ultima aumenta, cresce il livello generale dei prezzi, ma i prezzi relativi si muovono in modo diverso e le loro variazioni possono essere analizzate esaminando il circuito monetario.

2.3 *Un'interpretazione del lavoro di Copeland*

Come già anticipato, il contributo di Copeland si riconnette a diversi filoni di analisi, tra loro legati. Un primo collegamento è agli sviluppi della contabilità nazionale che seguirono la Teoria Generale di Keynes. Come ricordato da Caffè, Keynes inventò non solo una disciplina, ma anche le parole per discuterne, ponendo su nuove basi la contabilità nazionale. Non fu un processo facile. Blanchard ha descritto la macroeconomia prima della II guerra mondiale come "*an age of confusion*". Dopo Keynes, i progressi della contabilità nazionale furono dovuti soprattutto a Kuznets, Stone e Hicks (la prima edizione di *The social framework* è del 1942); una

sistematizzazione importante fu il *System of national accounts* (SNA) delle Nazioni Unite del 1947. Copeland già prima della seconda guerra mondiale si era occupato di contabilità nazionale, pubblicando tra l'altro nella collana "Studies in Income and Wealth" del NBER. Suoi contributi del 1935 (*National Wealth and Income – An Interpretation*) e del 1937 (*Concepts of National Income*) furono citati da Richard Stone nei lavori preparatori dello SNA. Dopo lo SNA, codificati i concetti della contabilità nazionale reale, fu naturale passare alle nozioni della contabilità finanziaria.

Una seconda ispirazione dei *moneyflows* fu il dibattito sul ciclo economico, in particolare, l'impegno verso la raccolta di statistiche sul tema da parte di Mitchell. Il rapporto tra Mitchell e Copeland fu stretto; il progetto dei *moneyflows* fu l'ultimo che Mitchell intraprese prima di andare in pensione. I *moneyflows* si rifanno a una tradizione istituzionalista statunitense – da Veblen a Commons, da Ayres allo stesso Mitchell – che ha sottolineato l'importanza dell'approccio empirico nell'interpretazione dei fenomeni economici e la necessità di costruire statistiche basate su serie storiche¹⁰. Non è un approccio scontato: è famoso il giudizio sferzante di "measurement without theory" che Koopmans pronunciò nel 1947 recensendo il volume di Burns e dello stesso Mitchell sulla misurazione dei cicli economici¹¹.

Anche l'approccio di Copeland è prevalentemente empirico. Rimproverava a Keynes che la sua impostazione teorica era tra i motivi che avevano concorso a far riassorbire la "Teoria generale" nella sintesi

¹⁰ Per simili esigenze italiane di costruzione di serie statistiche si vedano Rey (2004) e Ciocca (2004). Va ricordata la provocazione di McCloskey (1985) "... la scienza economica non sarebbe mai incorsa nella rivoluzione keynesiana se avessero prevalso i canoni modernisti della scienza. Le intuizioni keynesiane non furono espresse in forma statistica fino ai primi anni cinquanta, quindici anni dopo la loro formulazione, durante i quali la maggior parte degli economisti più giovani si era persuasa della loro validità. All'inizio degli anni sessanta le nozioni keynesiane della trappola della liquidità e dell'acceleratore degli investimenti, nonostante i ripetuti insuccessi delle loro applicazioni statistiche, facevano ormai parte del normale insegnamento scientifico impartito di routine agli studenti di economia. La metodologia modernista avrebbe bloccato questo malanno già nel 1936: dov'era l'evidenza di verifiche statistiche, controllate ed oggettive?" Patinkin (1982) ha analizzato le interazioni tra rivoluzione keynesiana e progressi statistici nel periodo tra le due guerre.

¹¹ Una difesa parziale di Mitchell si ritrova in Kydland e Prescott (1990). Cfr. Della Torre (1993) e (2000) sui nessi tra istituzionalismo, contabilità nazionale sviluppata al NBER, lavoro di Mitchell e teoria del ciclo economico.

neoclassica¹². Già nel 1931 Copeland aveva attaccato l'astrattezza dell'approccio neoclassico, guadagnandosi le riserve di Frank Knight¹³. Si sbaglierebbe comunque a classificare il contributo di Copeland come solo empirico e a rivolgergli l'accusa che Koopmans rivolgeva alla coppia Burns-Mitchell. Oltre che l'opera di Keynes, Copeland ha ben presente i lavori di Hicks, in particolare "Valore e Capitale", la cui prima edizione è del 1939, in particolare il capitolo 14, sulle difficoltà di definire e misurare il reddito di un'economia, e il capitolo 19, sulla domanda di moneta. Dichiarando una somiglianza delle sue idee con quelle presentate in "Valore e capitale", sottolinea come Hicks si concentri solo su famiglie e imprese. Copeland ha soprattutto una visione nella quale un sistema economico ricco di attività specializzate e interconnesse è coordinato da istituzioni legali: diritti di proprietà, norme sui contratti e sugli strumenti negoziabili, regole sui risarcimenti e sui fallimenti, libertà di associazione. La moneta e altre "*pecuniary institutions*" sono altri elementi che consentono a un'economia di funzionare¹⁴. Dopo il lavoro sui *moneyflows*, continuò a interessarsi della moneta, in particolare dell'origine delle economie monetarie e dello sviluppo della moneta bancaria. Confermando il suo interesse per tutti i settori istituzionali di un'economia, si occupò di debito delle Amministrazioni pubbliche statunitensi, con un'attenzione particolare ai rapporti tra Governo federale, da un lato, e organismi statali e locali, dall'altro¹⁵.

2.4 I conti finanziari dopo Copeland: la Fed nel 1955 e nel 1959

La storia delle rivoluzioni scientifiche è fatta di aggiustamenti, adattamenti e assimilazione delle nuove scoperte. Prima di tutto ci fu il passaggio dai *moneyflows* ai *flow of funds*. Il lavoro di Copeland era stato seguito da due economisti della Fed: Winfield Riefler, che scrisse l'introduzione del libro, e Ralph Young, direttore della Divisione Research and Statistics, il dipartimento della Fed responsabile per la ricerca, l'analisi economica e le statistiche. Fu Young a portare avanti il lavoro di Copeland nella Fed degli anni cinquanta, insieme a Dan Brill, che era stato l'assistente principale di Copeland nella ricostruzione statistica¹⁶. Nel 1955 la Fed produsse la prima versione dei *flow of funds*, presentando flussi

¹² Si veda Millar (1991).

¹³ Il dibattito è sintetizzato in Asso e Fiorito (2001).

¹⁴ Su Copeland come economista istituzionalista si veda Rutheford (2002).

¹⁵ Cfr. Copeland (1961), con la prefazione di Kuznets.

¹⁶ Si veda Taylor (1991).

annuali dal 1939, per settore istituzionale e per strumento; per le banche e gli altri intermediari furono presentati anche statistiche sulle consistenze di attività e passività finanziarie. Il cambiamento di nome, da *moneyflows a flow of funds*, fu dovuto a diversi motivi. In primo luogo l'espressione *moneyflows* aveva creato ambiguità, perché era stata confusa con variazioni nelle consistenze della moneta. In secondo luogo, Copeland aveva usato *moneyflows*, un'unica parola, per distinguere il suo schema dalla contabilità aziendale, dove l'espressione *moneyflows* indicava i flussi di cassa. Ma la Fed volle essere più chiara, per evitare ogni confusione con la terminologia usata nella contabilità aziendale.

Come Copeland, anche la Fed pone i *flow of funds* in una triade che comprende la contabilità nazionale e le tavole input-output, sottolineando le differenze tra i tre schemi. La contabilità nazionale mette l'enfasi su produzione e distribuzione di beni e servizi. Le tavole input-output si concentrano sulle relazioni tra industrie diverse. Le specificità dei *flow of funds* sono due: l'economia è divisa in settori e sono considerate, accanto a transazioni non finanziarie tipiche della contabilità nazionale, transazioni finanziarie. I *flow of funds* registrano le transazioni che implicano un trasferimento di credito e/o di moneta; considerano non solo la produzione di beni nuovi, come fa il conto del PIL, ma anche transazioni che coinvolgono beni che già esistono, come, ad esempio, la vendita di abitazioni e terreni. La Fed sottolinea le differenze tra i *flow of funds* e il conto della produzione e della distribuzione del reddito: esse riguardano la classificazione delle transazioni e dei settori, i criteri di compensazione, i metodi di consolidamento, i tempi di registrazione delle operazioni, le regole di valutazione, i metodi di stima.

Nella versione del 1955 dei *flows of funds* c'è attenzione non solo ai nessi tra transazioni finanziarie e transazioni non finanziarie, ma soprattutto alla composizione delle seconde (tav. 2). Per le famiglie, le transazioni non finanziarie danno luogo ai seguenti usi prevalenti dei fondi: acquisti di beni e servizi, acquisti di case e beni di consumo durevoli, pagamenti di premi assicurativi e tasse. Le fonti non finanziarie dei fondi sono gli stipendi, la vendita di case e beni durevoli, i rimborsi fiscali, le pensioni e gli altri contributi pubblici. Le transazioni finanziarie contengono informazioni su circolante e depositi, titoli dell'Amministrazione federale, mutui per l'acquisto di abitazioni, titoli emessi dalle imprese e dalle amministrazioni locali.

Dopo il 1955, il Board della Fed chiese un aumento della frequenza delle statistiche. Nel 1959 *flow of funds* trimestrali furono pubblicati nel

Federal Reserve Bulletin, con una revisione delle statistiche a partire dal 1949. Lo schema delle transazioni non finanziarie fu semplificato (tav. 3). Molte voci, ad esempio i salari, non erano disponibili su base trimestrale e furono abbandonate, così come molte delle informazioni per le quali Copeland aveva fornito delle stime. Rispetto alla versione del 1955, furono eliminati molti dettagli sulle transazioni non finanziarie, sia per le famiglie sia per le imprese, concentrandosi sulla relazione tra risparmio e investimento¹⁷. In sintesi, per ogni settore e per l'economia nel suo complesso la Fed presentò la relazione tra risparmio, investimento, acquisizione di attività e passività finanziarie. L'enfasi si spostò sulle variabili finanziarie, la cui disaggregazione aumentò rispetto al 1955, diminuendo le informazioni sugli aggregati reali, la cui produzione statistica fu lasciata al *Department of Commerce*. Apparvero per la prima volta informazioni su depositi a risparmio e a scadenza, su compagnie assicurative e fondi pensione, sul credito al consumo, sulle azioni. Si mantenne l'attenzione per l'integrazione dei conti finanziari con il sistema generale della contabilità nazionale¹⁸. Aumentò la discussione sui nessi tra le statistiche monetarie e bancarie e i *flow of funds*.

I *flow of funds* si affermarono come uno strumento per l'analisi economica e della congiuntura. Si guardava, come oggi, ai volumi dei fondi raccolti dallo Stato, dalle imprese, dalle famiglie e all'offerta di fondi da parte delle banche e degli altri intermediari. Per le imprese il volume degli investimenti era confrontato non solo con la quantità ma anche con le forme dei finanziamenti ricevuti; per le famiglie si guardava alla composizione delle attività finanziarie. L'analisi delle consistenze si basava soprattutto sull'esame dei debiti dei settori istituzionali. I dati del resto del mondo erano confrontati con le statistiche della bilancia dei pagamenti, spesso ricchi di maggiori informazioni di dettaglio, ma non integrati con le altre statistiche finanziarie. I conti finanziari dei diversi paesi venivano confrontati con la *Monetary survey* dell'*International financial statistics* del Fondo monetario internazionale, una fonte classica per i confronti tra i paesi, studiando vantaggi e svantaggi rispettivi delle due statistiche.

¹⁷ Young (1957) presenta un'applicazione economica dei conti finanziari americani agli anni 1953-1955. Cfr. pure Taylor (1958). Il passaggio dai *flow of funds* del 1955 a quelli del 1959 è riassunto in Ritter (1963).

¹⁸ Sigel (1962) discute l'integrazione dei *flow of funds* americani nella contabilità nazionale. Per una presentazione recente dell'integrazione dei conti macroeconomici statunitensi si veda Teplin *et al.* (2005).

3. I primi passi dei conti finanziari in Italia

Copeland indubbiamente fece scuola, ma non prima della metà degli anni cinquanta: fu allora che il suo metodo acquisì una forza di irradiazione aggiuntiva rispetto a quella derivante dal puro valore scientifico del lavoro. Era la forza determinata dal fatto che la Banca centrale del paese leader dell'Occidente, gli Stati Uniti, l'aveva adottato e messo in pratica con mezzi adeguati alla difficoltà dell'impresa. Prima di allora, pur date alcune radici intellettuali comuni alle quali abbiamo accennato all'inizio, gli studiosi e le istituzioni dei vari paesi, *in primis* le banche centrali, avevano proceduto in ordine sparso. Lo scopo di questo paragrafo è appunto di mostrare la "via italiana" ai conti finanziari e di spiegare il motivo di alcune sue peculiarità originarie.

3.1 Paolo Baffi

Centrale, per comprendere l'esperienza italiana, è la figura di Paolo Baffi. Già prima dell'ultima guerra mondiale, e più chiaramente durante, Baffi, influenzato da Giorgio Mortara, suo maestro, e da Mitchell, del quale era stato traduttore¹⁹, si pose il problema di costruire i bilanci finanziari delle varie categorie di operatori, al fine di prevedere meglio l'impatto dei provvedimenti monetari della banca centrale e, più in generale, le reazioni a mutamenti ciclici o strutturali dei tassi di interesse, dei costi, della produttività. Il programma scientifico di Baffi, già formulato nelle sue grandi linee durante la guerra, è di portare alla luce il nesso, o meglio l'insieme dei nessi, anche statistici, tra fenomeni reali e fenomeni finanziari. La definizione del problema è chiara in una lettera scritta nel gennaio 1941 al capo dell'Ufficio Studi della Banca (Baffi, allora trentenne, si trovava a Pola, da poco richiamato alle armi):

Caro Commendatore, all'Ufficio Studi, seguendo e analizzando statistiche per la maggior parte di carattere monetario e finanziario, siamo in condizioni poco vantaggiose per conoscere i movimenti delle quantità non monetarie (tranne quelle degli scambi con l'estero e di talune produzioni). Eppure questi movimenti sono tra le determinanti dei fenomeni finanziari: ad es. può affluire alle sottoscrizioni di titoli di debito pubblico, od ai depositi bancari, denaro prima investito in scorte che non si è voluto o potuto rinnovare; o denaro rappresentante quote di ammortamento di beni e impianti che, date le attuali circostanze, non si rinnovano appieno (navi, fabbricati).

¹⁹ W.C. Mitchell, *Fenomeni e fattori dei cicli economici*, in Mortara (1932). Lo scritto di Mitchell tradotto da Baffi è il primo capitolo della sua opera *Business Cycles*.

In condizioni ugualmente svantaggiose ci troviamo rispetto alla conoscenza dei problemi aziendali: eppure sono i dati di questi problemi quelli che condizionano la situazione degli interi “rami” di industria. Ad esempio si può osservare che in un’industria gli impianti non sono sfruttati in pieno (mentre, con un ragionamento di prima approssimazione, si potrebbe concludere che in tempo di guerra lo dovrebbero essere); perché? Sono le imprese a costo basso che battono e costringono alla inoperosità le coesistenti imprese a costo alto? Mancano la mano d’opera, la materia prima? (E – incidentalmente – perché c’è viceversa della mano d’opera che non trova impiego?) Sono venuti a mancare sbocchi remunerativi all’estero? Il mercato non sostiene i costi accresciuti?²⁰

Tale programma si iscrive nel quadro degli interessi teorici del gruppo degli statistici-economisti degli anni trenta e quaranta, cioè di studiosi che, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, attribuivano un ruolo centrale alla misurazione dei fenomeni economici. A questo gruppo potremmo ascrivere, oltre all’italiano Mortara e all’americano Mitchell, il sovietico Kondratiev e il britannico Beveridge, del quale Baffi seguì le lezioni alla London School of Economics nel 1931²¹.

Baffi si trovò subito dopo la guerra a essere il capo di fatto del servizio Studi della Banca d’Italia, in una posizione di notevole potere riguardo agli indirizzi da dare alla ricerca, considerato anche che nessun’altra istituzione, a parte l’IRI, poteva mettere in campo un gruppo altrettanto forte di economisti. La situazione monetaria del dopoguerra gli dette importanti spunti di riflessione sulla liquidità dei settori, specialmente perché il settore delle famiglie aveva a lungo detenuto forti quantità di biglietti che erano rimasti tesaurizzati, e quindi inattivi, fino a quando, con il cambiamento del quadro congiunturale nell’estate del 1946, essi avevano alimentato il più acuto episodio inflazionistico della storia italiana. Nelle relazioni della Banca d’Italia relative agli anni 1945, 1946 e 1947 (scritte le prime due regnante Einaudi, la terza Menichella) si trovano infatti vari riferimenti al problema. È però solo nella Relazione sul 1948 che si pubblica una tavola di flussi, chiamata “bilancio monetario nazionale” (v. oltre tav. 4). In essa l’economia è divisa in due settori, “Tesoro” e “economia”. Le passività di questi settori (debiti a breve e a lungo termine, titoli, ma esclusi i debiti del Tesoro verso la Banca centrale) sono bilanciate dalla “raccolta tra il pubblico” (depositi in conto corrente e a risparmio, ancora titoli; quest’ultima grandezza è puramente identica alla sua contropartita) di pertinenza dell’economia (ma essenzialmente delle

²⁰ Banca d’Italia, fascicolo personale.

²¹ Si veda il profilo biografico di Baffi in Gigliobianco (2006).

famiglie) e da una posta definita “residuo”, nella quale si evidenziano i finanziamenti della Banca centrale all’“economia“. Confinati sotto la linea rimangono i rapporti della Banca centrale con il Tesoro e con l’estero. Una ulteriore linea di totali consente di apprezzare il complesso della creazione di circolazione, nonché il totale delle nuove attività e passività finanziarie del sistema.

3.2 Un’analisi del “bilancio monetario nazionale”

Ci occupiamo qui del “bilancio monetario nazionale” in quanto lo riteniamo l’embrione dei conti finanziari apparsi nella Relazione della Banca sull’anno 1964. Sembra necessaria, prima di procedere con l’analisi, una breve dimostrazione del rapporto genetico esistente fra i due schemi. Va subito chiarito, per sgombrare il campo da possibili equivoci, che la parola “monetario” non deve far supporre che le prime statistiche fossero soltanto monetarie e quelle varate in seguito anche finanziarie: tutte davano in realtà la stessa importanza alle attività finanziarie a medio e lungo termine, come si evince dalle righe 25, 26 e 27 del bilancio monetario. Fra il 1948 e il 1960 non vi sono variazioni di rilievo (salvo una sulla quale torneremo). Lo schema pubblicato nella Relazione sul 1960 (tav. 5) è molto diverso dal suo predecessore nella forma della presentazione, e tuttavia si chiama ancora “formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie” (p. 286 della Relazione). Il rapporto con il precedente schema è dichiarato apertamente: “Nella presente Relazione, in luogo delle predette tavole, ne sono state predisposte altre che conservano le linee essenziali del bilancio monetario e delle tavole ora menzionate, ma introducono alcune varianti” p. 276). La linea di ragionamento ha una sua continuità, e in sostanza, a parte la presentazione, i dati sono gli stessi. Un ulteriore cambiamento avviene con la Relazione per l’anno 1964, nella quale compare finalmente l’espressione “conti finanziari” ancor oggi usata (p. 454) e una grande tavola a doppia entrata denominata “Attività e passività finanziarie del Paese” (tav. 6). Sebbene il cambiamento sia assai rilevante, soprattutto perché si afferma largamente il criterio *from whom to whom*, la linea di pensiero è la medesima (soprattutto per quanto riguarda il “movente statistico” – un concetto che spiegheremo fra poco)²² e i dati derivano in buona parte da un lavoro di ricerca (sulle assicurazioni, gli enti previdenziali, il bilancio dello Stato) già compiuto o impostato. Questo

²² Il “movente statistico”, con riferimento alla tavola del 1964, si percepisce chiaramente nello studio pubblicato da due dei suoi maggiori artefici: cfr. Ercolani e Cotula (1969).

della continuità della linea di ricerca – dal 1948 al 1964 – è un primo punto da sottolineare, una **prima conclusione**.

Possiamo ora tornare alla tavola del 1948, che sarà l'oggetto principale della nostra indagine (tav. 4). In primo luogo essa colpisce l'osservatore odierno per il fatto che si combinano elementi di una (per noi oggi) classica tavola dei conti finanziari con elementi di una tavola di creazione e utilizzo della base monetaria. Questa circostanza trova una spiegazione nel fatto che lo schema non si è sviluppato in ambito accademico, bensì in una istituzione gerarchica, come tale restia alle innovazioni radicali. In essa il discorso riguardante l'origine della circolazione (il termine *base monetaria* entrerà nel lessico una quindicina di anni dopo) aveva una lunga tradizione, tradizione che aveva avuto origine dal fatto che la circolazione proveniente dal canale Tesoro aveva un trattamento fiscale diverso – in tempi normali meno favorevole – di quella proveniente dai canali “economia” e “estero” (i quali fra loro non erano distinti). Nelle relazioni della Banca si era sempre parlato di “circolazione per conto del Tesoro” e di “circolazione per conto del commercio”.

In secondo luogo va notato che la tavola, essendo una tavola di flussi e non distinguendo tra famiglie e imprese, non sarebbe stata di grande utilità nell'analisi volta a prevedere o contenere un eventuale episodio inflazionistico del tipo verificatosi nel 1947. Devono quindi essere intervenuti altri elementi, oltre alla volontà di analizzare l'inflazione, per portare alla nascita di una tavola di quel tipo, cioè non chiaramente utile per valutare la liquidità dei settori. Il primo elemento è la difficoltà di discernere, all'interno dei depositi, quelli di pertinenza delle famiglie e quelli di pertinenza delle imprese: non solo per la presenza notevole di depositi al portatore, ma anche per la confusione, nella contabilità delle piccole imprese, tra finanza dell'impresa e finanza dell'imprenditore. Una seconda difficoltà era quella di separare il credito alle imprese dal credito alle famiglie²³.

A questi due elementi che hanno carattere negativo, di ostacolo, dobbiamo aggiungere due elementi positivi, che hanno carattere di movente. Essi sono menzionati nella Relazione della Banca in cui compare per la prima volta la tavola (1948). Vale la pena di citare letteralmente la Relazione, in cui, dopo aver tracciato un sintetico quadro degli investimenti effettuati nel corso dell'anno dai vari settori economici, si afferma:

²³ A entrambe le difficoltà, del resto universalmente note, accenna Baffi stesso, ammettendo la lentezza dei progressi compiuti dal 1948 (Baffi 1957, p. 316).

Alla copertura del fabbisogno di finanziamento connesso all'insieme degli investimenti lordi prima indicati hanno evidentemente concorso, in misura però difficilmente precisabile, tanto i mezzi attinti alle disponibilità monetarie affluite sul mercato quanto le disponibilità derivanti dalle quote di ammortamento (e pertanto comprese nel prezzo di vendita dei prodotti), sia, infine, gli autofinanziamenti veri e propri da profitti non distribuiti. Non è purtroppo possibile, sulla base dei dati disponibili, un confronto diretto tra investimenti da un lato e risparmio monetario e autofinanziamenti dall'altro. È però possibile fornire un quadro abbastanza preciso delle disponibilità monetarie affluite sul mercato e delle operazioni di impiego del sistema creditizio sia a vantaggio del Tesoro che dell'economia. Tale prospetto permette, inoltre, attraverso la considerazione dell'effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori, di ottenere l'effetto complessivo dell'insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria²⁴.

Ecco quindi, espressi ma non del tutto svelati, i due moventi dei quali dicevamo. Il primo sta nell'individuare le fonti di finanziamento degli investimenti; ma l'accento all'impossibilità di procedere, con i dati disponibili, a un confronto diretto fra investimenti e risparmio ("Non è purtroppo possibile...") mostra che l'obiettivo di lungo periodo è riconciliare la misura degli investimenti con quella delle fonti che hanno contribuito al loro finanziamento. La conferma di questo intento, che chiameremo "statistico", la si trova in un breve appunto interno dell'ottobre 1949, nel quale Baffi indica le grandi linee della Relazione della Banca che sarebbe stata presentata l'anno successivo:

Per la prossima relazione, sarebbe utile porre mente alla possibilità di redigere un bilancio nazionale degli investimenti per rami di attività economica, costruito coi dati finanziari, e cioè [segue specifica: crediti bancari, emissioni azionarie, spese dello stato per investimenti, finanziamenti esteri]. Il quadro dovrebbe essere collegato con i totali del bilancio monetario nazionale ed i risultati potranno essere messi a raffronto con quelli ottenuti da Guidotti²⁵ per la via "reale"²⁶.

In questo documento viene dunque più chiaramente enunciato l'ambizioso programma, realizzato solo in piccola parte negli anni

²⁴ Relazione della Banca d'Italia per l'anno 1948, pp. 189-192.

²⁵ Salvatore Guidotti, dirigente del Servizio Studi, si occupava appunto di economia reale. Nel 1956 sarebbe divenuto Capo del Servizio.

²⁶ Archivio Storico della Banca d'Italia (d'ora in poi ASBI), Studi, cart. 343, fasc. 1, ultimo foglio.

cinquanta, di riconciliare le grandezze reali e le grandezze finanziarie della contabilità nazionale²⁷.

Il secondo movente può essere definito, in forma generica, come il tentativo di inserire in uno schema rigoroso di bilancio le grandezze monetarie e finanziarie del sistema: dovendo quadrare, il bilancio avrebbe stimolato l'affinamento dei dati. Se scendiamo ora più in dettaglio, osserviamo che il desiderio di quadratura è espresso, in maniera piuttosto sorprendente, come intento di ricavare "l'effetto complessivo dell'insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria" (leggi: variazione della circolazione creata attraverso il canale aziende di credito e privati) "attraverso la considerazione dell'effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori" (leggi: somma delle differenze fra impieghi e raccolta osservabili nei vari settori). Questa presentazione, non tanto per l'uso della parola "residuo" (che troviamo anche nella tavola, nell'intestazione dell'ultima colonna), quanto per il discorso che vi si accompagna, nel corpo della Relazione e soprattutto nelle Considerazioni finali, accredita l'idea di una Banca centrale sostanzialmente passiva nel processo di creazione monetaria, quasi costretta negli schemi di un *gold standard* postumo.

Questo secondo movente va ulteriormente analizzato. Esso si riconnette a un problema più generale, che investe il compito stesso della Banca centrale nella fase della ricostruzione e del *catching up*, così come esso era percepito dal Governatore Donato Menichella e dallo stesso gruppo dirigente politico dell'epoca. Una necessità "retorica" molto sentita – probabilmente anche per fronteggiare ricorrenti critiche di politiche timide, deflazioniste e simili, provenienti sia dal mondo politico e sindacale, sia, qualche volta, da istituzioni internazionali – era mostrare che il sistema bancario aveva "fatto il suo dovere" rispetto all'imperativo dello sviluppo economico. Più in dettaglio, possiamo dire che le "considerazioni finali" di quegli anni comprendevano due punti tipici, centrali nell'economia del discorso, riguardanti il sistema finanziario.

Il primo punto consisteva nel dimostrare che il sistema aveva dato "tutto" quello che poteva dare. Ecco uno fra i primi esempi, tratto dalla Relazione sul 1948: "Tali disponibilità sono state utilizzate per intero, sia a favore dell'economia privata sia a favore dello Stato per quella parte che quest'ultimo ha dovuto necessariamente attingere [...] al sistema creditizio

²⁷ Si vedano in proposito: Guidotti (1954) e, molto più sofisticato, Giannone (1961).

onde evitare un più ampio ricorso all'istituto di emissione. [...] il sistema creditizio ha compiuto interamente il suo dovere, senza apriorismi, senza pavidità²⁸. In quest'altro esempio, tratto dalla Relazione per il 1949, si evidenzia l'importanza del discorso riguardante l'apporto del sistema finanziario: "Con la dimostrazione che crediamo di aver dato [...] che il sistema del credito ha efficacemente promosso, durante gli anni scorsi ed in modo particolare durante l'ultimo anno, lo sviluppo ordinato della produzione, e con la misurazione che abbiamo fatto sia dell'entità dell'azione svolta sia dei risultati che ne sono conseguiti, potremmo ritenere di avere esaurito il nostro compito istituzionale"²⁹. (Seguono altre 8 pagine dedicate a spiegare che il mancato utilizzo delle riserve, ovvero la loro accumulazione, rappresenta una garanzia per il futuro, e quindi che pure quelle risorse sono "utilizzate" al meglio).

Il secondo punto consisteva nel dimostrare che le risorse erano state indirizzate in misura crescente verso l'economia piuttosto che verso il Tesoro. Nella Relazione sul 1949 si afferma: "Né l'esistenza dell'obbligo della riserva bancaria ha impedito nell'ultimo anno uno spostamento a favore dell'economia delle disponibilità monetarie [...] nel 1948, attingendosi tanto al sistema bancario quanto al mercato finanziario in genere, il Tesoro raccolse 445 miliardi e l'economia 504; mentre nel 1949 il Tesoro ha ridotto il suo prelievo a 376 miliardi; e l'economia ha, invece, avuto 586 miliardi con un aumento di 82 miliardi rispetto all'anno precedente"³⁰. In un discorso sul credito agrario tenuto a Sassari nel 1953, Menichella disse: "Vi è un solo sistema perché una parte di quei risparmi che oggi si raccolgono attraverso le casse postali di risparmio defluisca in futuro alle aziende di credito e in particolare alle casse di risparmio ordinarie e quindi si rivolga a sussidiare l'agricoltura, ed esso consiste nel fare in modo che lo Stato possa sopperire alle sue necessità più con le imposte e con le tasse, che con l'indebitamento"³¹. Ancora: "dei 500 miliardi di maggior gettito del mercato del risparmio fra il 1950 e il 1953, lo Stato ha preso solo 56 miliardi e l'economia privata 444"³².

²⁸ Le "Considerazioni finali" di Menichella sono ora ristampate in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2. La citazione si trova a p. 24.

²⁹ Ivi., p. 48.

³⁰ Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, p. 38.

³¹ Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1, p. 473.

³² Menichella (1954), p. 507.

Questi punti sono perfettamente congrui con la visione che Menichella aveva dell'economia italiana. Tale visione, in estrema sintesi, è questa: l'obiettivo da perseguire è lo sviluppo; lo sviluppo dipende dagli investimenti (mentre ai consumi non viene riconosciuto alcun ruolo); gli investimenti dipendono, in positivo, dal risparmio, in negativo, dai fondi che il Tesoro assorbe e non destina a finanziare investimenti. Date queste determinanti uniche degli investimenti, si deve bandire ogni illusione monetaria o creditizia, che avrebbe l'unico risultato, attraverso l'inflazione, di alterare ingiustamente la distribuzione dei redditi.

Funzionale a questo tipo di discorso è la scelta di presentare la liquidità creata dalla Banca centrale attraverso il rifinanziamento delle banche come un "residuo" effetto *sulla* circolazione delle operazioni di raccolta e di impiego che avvengono nell'economia, attraverso il mercato e il sistema bancario. Un esempio: "La straordinaria espansione nella formazione di disponibilità monetarie ha consentito di ridurre l'aumento della circolazione da 283 miliardi nel 1947 a 175 miliardi nel 1948"³³. Si accredita così il concetto di una economia "naturale", che procede con un ritmo che è vano pensare di alterare con artifici monetari: la moneta è sostanzialmente un lubrificante. Una politica monetaria "attiva" non era contemplata (ma la politica monetaria, per quanto rude, non era affatto assente). Nelle Considerazioni finali, accanto ai temi che riconosciamo oggi tipici della politica monetaria (ma, questo è da sottolineare, *con riferimenti quasi nulli ai tassi di interesse*), si tratta ampiamente di distribuzione del credito, delle risorse finanziarie, delle "disponibilità monetarie" (e Menichella avrebbe volentieri parlato, se non fosse stato per il purismo di Baffi, di distribuzione del risparmio: in effetti questo concetto trapela qua e là nelle Considerazioni finali). Tale distribuzione è concepita come il risultato dei comportamenti collettivi dei banchieri, più che delle loro scelte individuali. Prevale una visione ancora corporativa del sistema finanziario: esso veicola, o quanto meno dovrebbe veicolare, obiettivi pubblici, non tanto per effetto degli strumenti di regolazione previsti dalla legge (tasso di sconto, riserva obbligatoria, limite di fido ecc.) quanto perché tali obiettivi vengono introiettati dai dirigenti bancari. La Banca centrale entra in gioco perché pone le regole scritte ma anche quelle non scritte, diviene il pastore del gregge delle banche. S'intende che ognuna di esse è libera di brucare un po' più in qua o un po' più il là, ma i grandi spostamenti del gregge devono essere promossi dall'autorità.

³³ Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, p. 21.

Pure interessante è la scelta di tracciare una prima linea di totali lasciando al di sopra di essa i finanziamenti della Banca centrale alle banche e ai privati (alle cui variazioni vanno a sommarsi quelle dei depositi), e ponendo al di sotto di essa i finanziamenti della Banca centrale al Tesoro. Una spiegazione di tale scelta è quella fornita dallo stesso Baffi in *L'analisi monetaria in Italia*: “I confini dell’area coperta da questa riga di totali sono quelli assegnati dalla legge bancaria e dalle disposizioni sull’emissione di titoli al controllo delle autorità monetarie”³⁴. Si tratta chiaramente di una spiegazione “difensiva”, che significa: tracciamo questa linea per mostrare quello che succede nell’area di nostra competenza; la moneta creata attraverso il Tesoro e l’estero noi non la possiamo controllare. Si deve però notare che anche questo modo di presentare i dati contribuisce a rendere possibile e a legittimare un discorso centrato sulla struttura e sul comportamento di una “economia naturale”. Certo non mancava la consapevolezza che “tutto” il nuovo circolante entra in gioco nel processo moltiplicativo³⁵, e tuttavia non è questo il discorso sul quale si insiste. Si insiste piuttosto sul “gettito” (e non è casuale l’uso di questo termine dal sapore fiscale) di risorse che viene dagli operatori (in sostanza: dalle famiglie) e si spartisce fra l’economia e il Tesoro.

A queste due peculiarità della presentazione se ne deve aggiungere una terza, rilevata dallo stesso Baffi, il quale, passati molti anni dai suoi lavori sul bilancio monetario, ne fece un riesame critico. Nel saggio *Via Nazionale e gli economisti stranieri*, del 1985, scrisse:

impropria era forse [...] la configurazione della variazione della circolazione come quantità residuale; impostazione, a ben vedere, rivolta al passato, perché la base monetaria di nuova creazione si fissa nella circolazione quando la variazione all’insù dei prezzi e dei redditi è già avvenuta: quando il “delitto” è già stato consumato. In una impostazione *forward looking*, come quantità residuale si sarebbero dovute assumere le riserve bancarie libere, cioè il serbatoio dal quale si alimentano l’espansione del credito e la circolazione”³⁶.

In altri termini: poiché il pubblico chiede circolazione quando l’aumento dei prezzi è già avvenuto, il dato “circolazione” ci dice quello che è già avvenuto: l’indicatore più pregnante delle prospettive di

³⁴ Baffi (1965), p. 5. Questo lavoro è la traduzione, con lievi modifiche, di Baffi (1957).

³⁵ Si veda per esempio la Relazione della Banca sul 1949, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 2, a p. 38.

³⁶ Baffi (1985), § 11.

inflazione (o se vogliamo della *stance* della politica monetaria), non è la circolazione ma le riserve bancarie.

La forma del discorso di Baffi non deve ingannare: ciò che appare come un'autocritica è in realtà una critica, una critica postuma a Menichella. A Baffi non mancava affatto, nel 1948, la percezione che la rappresentazione fornita dal bilancio monetario era inadeguata: un ragionamento assai simile a quello svolto nel saggio del 1985 egli l'aveva già svolto, infatti, in un appunto interno risalente addirittura all'ottobre 1944:

Il momento attuale è, sotto l'aspetto della liquidità del mercato e della ristrettezza dell'azione statale, molto favorevole non solo alla stabilizzazione, ma anche alla riduzione della circolazione monetaria. È un momento che non si ripeterà, perché (a parte la prossima ripresa dei bisogni finanziari [...] per la ricostruzione) se il denaro che affluisce alle banche viene rimesso in circolazione finirà col produrre tutto il suo effetto sui redditi e sui prezzi; il che, accrescendo il bisogno di circolante, lo tratterà definitivamente nella circolazione attiva³⁷.

Prova ulteriore della consapevolezza di Baffi è l'esistenza di una tavola per uso interno, conservata nell'Archivio storico della Banca, in cui si trovava, accanto alla colonna della circolazione (o meglio del circolante, secondo la definizione odierna) quella delle riserve delle banche (che invece nella tavola pubblicata venivano detratte, convenzionalmente, dalla raccolta)³⁸.

Sebbene manchino prove certe, molti indizi conducono alla conclusione che la non evidenziazione delle riserve bancarie fosse dovuta a Menichella, il quale non era troppo entusiasta di mostrare la "cucina" della politica monetaria. Ricorda Antonio Fazio che prima dell'Assemblea del 1969 venne mostrato a Menichella, ormai Governatore onorario, il capitolo della Relazione della Banca dedicato alla base monetaria; il suo commento fu: "un capitolo molto bello, ma perché volete raccontare all'esterno tutti questi fatti che attengono alla vita interna e al bilancio della Banca d'Italia"?³⁹ Le variazioni delle riserve bancarie vennero infine inserite nel bilancio monetario nel 1951 (Relazione sul 1950, pp. 296-297), ma non in

³⁷ L'appunto, dattiloscritto, è intitolato "La situazione monetaria italiana e il problema del cambio"; si trova in ASBI, Studi, cart. 302, fasc. 11.

³⁸ La tabella, relativa agli anni 1950 e 1951, si trova in ASBI, Carte Baffi, cart. 75, fasc. "Relazione sul 1950".

³⁹ Convegno in memoria di Guido Carli organizzato da BNL e ABI a Roma l'11.11.1993, ora in *Ricordo di Guido Carli* (1994). Lo stesso episodio è raccontato in Ossola (1986), p. 359.

una colonna apposita: venne adottata una scelta grafica che certo non agevolò l'analisi.

La lunga esegesi della tavola del 1948 ci porta a una **seconda conclusione**: le esigenze “retoriche” della Banca hanno condizionato, in più modi, la presentazione dei dati. Ciò conferma la validità di un nuovo filone di storiografia della statistica attento ai significati culturali e comunicativi, non puramente tecnici, della disciplina: secondo questi autori le statistiche non sono il mero specchio della realtà, esse “costruiscono” la realtà, influiscono cioè profondamente sul modo di identificare e di affrontare i problemi⁴⁰. La Banca d'Italia, come la maggior parte delle altre organizzazioni, non ha soltanto una politica “delle cose”, ma anche una politica della comunicazione, inclusa la comunicazione statistica, e ciò prima e indipendentemente dalle discussioni degli anni ottanta e novanta riguardanti il nesso fra la credibilità delle banche centrali e le loro strategie di comunicazione.

A conferma di questa tesi, osserviamo che quelle che abbiamo chiamato peculiarità nella presentazione dei dati terminano con la Relazione per l'anno 1960, la prima fatta sotto la guida del nuovo Governatore Carli: i dati sono sostanzialmente gli stessi (anche se tavole aggiuntive offrono un maggiore dettaglio), ma la presentazione è radicalmente mutata. Mentre in altra parte della relazione si distingue, ovviamente, tra finanziamento della Banca centrale al Tesoro e finanziamento alle banche⁴¹, nella tavola dei conti finanziari la creazione di moneta è consolidata, e scompare il concetto di “residuo” riferito al rifinanziamento del sistema bancario. Una tavola di creazione e utilizzo della base monetaria comparirà tre anni dopo, nella Relazione per il 1963, sotto il titolo “Andamento della liquidità bancaria” (p. 286), ma diverrà sfortunatamente assai più farraginoso nella Relazione per il 1964 (p. 348).

L'esame compiuto della tavola del 1948 ci ha fatto mettere da parte, momentaneamente, quella che abbiamo indicato come l'ispirazione originaria di Baffi, legata alla conduzione della politica monetaria. Di essa troviamo traccia in *Via Nazionale e gli economisti stranieri*: “Pur con questi ed altri possibili difetti, il “bilancio monetario” costituì un primo tentativo di presentazione complessiva dei flussi finanziari (seppure per quantità nette) e di individuazione degli impulsi espansivi e contrattivi che

⁴⁰ Si vedano Desrosières (1993) e Tooze (2001).

⁴¹ La distinzione è fatta nella tav. 109 della Relazione.

provengono dalle fonti di creazione della base monetaria (tesoro, economia, estero) assai utile per l'analisi delle relazioni reciproche fra queste e con gli usi della base stessa"⁴². (Affermazione che conferma la non univoca ispirazione originaria della tavola). Nel saggio del 1957 *Monetary Analysis in Italy* si forniscono alcuni esempi di utilizzo della tavola: 1. Raffronto fra flusso dei fondi e investimenti, dal quale si possono trarre indicazioni sulla dinamica dell'autofinanziamento in relazione al ciclo: durante i periodi di inflazione (ma meglio forse dovremmo dire di surriscaldamento) crescono i profitti e si abbassa il rapporto fra flusso dei fondi e investimenti; 2. Costatazione (una volta ammesso che i biglietti di banca sono detenuti principalmente dalle famiglie e che le famiglie reagiscono lentamente all'incremento dei prezzi) che "L'assorbimento dei biglietti da parte del pubblico esercita un'influenza moderatrice sul processo inflazionistico, nel senso che riduce la liquidità delle banche, e quindi il coefficiente di espansione del credito applicabile alle loro disponibilità liquide presso l'istituto di emissione. L'uso di coefficienti medi di espansione [leggi: moltiplicatore dei depositi] non sembra perciò appropriato all'analisi del ciclo del credito, ogni qual volta i biglietti siano una parte importante della massa monetaria"⁴³; 3. Cautela nell'interpretare gli spostamenti ciclici del volume dei depositi dal loro trend"⁴⁴.

3.3 *Il contesto intellettuale del bilancio monetario*

Diamo ora uno sguardo più ampio al contesto intellettuale in cui gli studi sul bilancio monetario si svilupparono. Si è mostrato il nesso fra Baffi e Mitchell prima della guerra (mediazione di Mortara, traduzione di Mitchell), ma non emerge alcun contatto con Copeland nel dopoguerra, anche se è naturalmente possibile, e probabile, che Baffi avesse letto il suo articolo del 1947. Il primo rapporto documentabile con studiosi stranieri impegnati sul fronte dei conti finanziari è del giugno 1953, quando ormai, però, lo schema italiano era fatto: fu allora che Baffi si recò in Olanda, ospite della Banca centrale olandese che era all'avanguardia in questo campo⁴⁵. Vi furono poi incontri, nel 1956-57, con il gruppo organizzato dal Fondo monetario internazionale, animato da Earl Hicks, che promosse il

⁴² Questo passo è la continuazione di quello citato in precedenza.

⁴³ Baffi (1957), p. 322.

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ La documentazione di questo viaggio di studio, con scambio di lettere fra Menichella e il Governatore olandese Holtrop, si trova in ASBI, Studi, cart. 383, fasc. 2, sfasc. 83.

numero di febbraio del 1957 degli Staff Papers dedicato in buona parte all'argomento⁴⁶. In un articolo di quel numero, firmato da Holtrop, presidente della Banca d'Olanda, si afferma: “*The purpose of the method of monetary analysis [...] is to provide the Bank with a tool to help it unraveling the mechanism of inflationary and deflationary disturbances and thus to aid the Bank in framing its policies.*”⁴⁷ Dello stesso avviso Earl Hicks: “*Monetary Analysis [...] is an inquiry into the sector origins of changes in the quantity of money made for the purpose of trying to understand the forces pushing towards expansion or contraction.*”⁴⁸ L'articolo di Baffi, il già citato *Monetary Analysis in Italy*, pure negli Staff Papers del 1957, va in sostanza in quella direzione. Un po' più spostato verso temi reali appare J.J. Polak, forse l'economista più notevole del gruppo: “*we want to isolate autonomous spending, that is, spending that does not constitute a mere passing on in the next round of income received in the previous round of the income stream. Fluctuations of the expenditure not associated with fluctuations in income by the same sector are precisely what financial statistics focus on*”⁴⁹. Il tutto, del resto, è coerente con l'impostazione dello stesso Copeland, come l'abbiamo descritta nel paragrafo 2.2.

Considerata la successione dei contatti scientifici, o dei non-contatti, come essa emerge dai documenti fino a oggi rinvenuti, si può concludere che la versione originale del bilancio monetario è interamente frutto dell'interazione Baffi-Menichella, e vada quindi ricondotta essenzialmente a quattro fattori: 1. la rielaborazione del bilancio tradizionale della Banca centrale (circolazione per conto del commercio e circolazione per conto del Tesoro); 2. le esigenze conoscitive emerse durante e dopo la guerra, soprattutto in Baffi e nel suo *entourage*, dovute anche all'influenza di Mitchell e di Mortara (ciclo, politica monetaria, movente statistico); 3. le difficoltà di reperire i dati; 4. le esigenze politiche e retoriche di Menichella. Questa è una **terza conclusione**, la quale conferma quella natura “multipla” dei conti finanziari (molte origini e molti usi) alla quale abbiamo accennato nell'introduzione e con riferimento all'esperienza americana.

⁴⁶ La corrispondenza si trova in ASBI, Carte Baffi, cart. 346.

⁴⁷ Holtrop (1957), p. 303.

⁴⁸ Hicks (1957), in ASBI, Carte Baffi, 346/2.

⁴⁹ Polak (1959), pp. 1-8.

Giunti quasi alla fine del nostro ragionamento, indichiamo almeno una delle strade che si sarebbero potute percorrere e che non furono percorse *nonostante* il Governatore Menichella avesse chiaramente un interesse in materia: non risulta che sia stato fatto alcun tentativo per sviluppare i conti finanziari nel senso in cui si erano sviluppati originariamente negli Stati Uniti (*flow of funds* del 1955), con attenzione ai flussi derivanti da transazioni reali, al fine di cogliere le fonti dell'autofinanziamento degli operatori. Questo sarebbe stato utile ai fini di un certo tipo di polemica che la Banca era spesso chiamata a sostenere: Menichella in più occasioni si rivolse a determinate categorie di operatori, che lamentavano una insufficiente assistenza creditizia, facendo considerazioni sulle risorse complessive del settore, risultanti dall'evoluzione dei prezzi relativi. Agli agricoltori e alle casse di risparmio disse, nel 1955: "se il volume del credito affluito all'agricoltura è stato proporzionalmente minore del volume del credito affluito a tutte le altre attività economiche, questa era una condizione naturale di cose perché il credito all'agricoltura lo fornivamo noi, lei, io, pagando prezzi che erano notevolmente superiori alla media degli altri prezzi"⁵⁰.

3.4 *Il rinnovamento degli schemi promosso da Guido Carli: un cenno*

L'ingresso di Guido Carli in Banca d'Italia segnò un cambiamento di politiche, di mentalità, di rapporto con il pubblico. Sul piano delle politiche, ciò che ai nostri fini più rileva è il tentativo, in parte riuscito, di fondare un mercato monetario, prima inesistente: strumento principale fu il nuovo sistema di collocamento dei buoni del Tesoro varato nel 1962. Si cominciò quindi a creare lo spazio per una politica monetaria meno rudimentale. Sul piano della mentalità, conviene sottolineare il nuovo impulso dato alla ricerca, con conseguente ampio spiegamento di risorse, e l'abbandono di vecchi schemi e tradizioni. Molto si potrebbe dire a questo proposito, ma ci limitiamo a richiamare un particolare minore, altamente indicativo del cambio generazionale: a pochi mesi dal suo insediamento Carli decise di far finalmente sparire dal bilancio della Banca la voce dell'attivo "Oro depositato all'estero dovuto dallo Stato", che rappresentava nientemeno che l'oro depositato a Londra all'inizio della prima guerra mondiale a garanzia di un prestito che l'Italia non aveva mai restituito integralmente: sparivano dall'orizzonte, insieme con quella voce, le preoccupazioni e le paure della classe dirigente che si era formata nel

⁵⁰ Menichella (1955), p. 589.

periodo del *gold standard* e del suo crollo durante la guerra. Sul piano del rapporto con il pubblico, aumentò considerevolmente la quantità della comunicazione e si valorizzò la funzione “didattica” della Banca centrale.

Il nuovo schema dei conti varato nel 1960, che sostituisce il bilancio monetario, aderisce alle mutate esigenze, sostanziali e “retoriche” della Banca centrale. Se è vero che permane un interesse importante per l’indirizzamento delle risorse finanziarie, è anche vero che con Carli la politica monetaria vuole e può uscire allo scoperto: emerge quindi la necessità di un ragionamento che faccia perno sulla creazione monetaria complessiva. Conseguentemente, la Banca centrale può cessare di autorappresentarsi come passiva: il concetto di residuo scompare.

Pochi anni dopo viene attuata la riforma principale, quella che porta alla grande matrice che appare nella Relazione sull’anno 1964. Si tratta di una matrice a doppia entrata, nella quale ad ogni settore (economia, banche, istituti a lungo termine, mercato, Tesoro) è intestata una riga e una colonna. In ogni casella XY troviamo indicati, strumento per strumento (moneta, depositi, obbligazioni...) i flussi finanziari dal settore X al settore Y.

Questa forma dei conti, che assomiglia molto a quella attuale (salvo per il fatto che quella particolare presentazione matriciale fu poi abbandonata) e che viene adottata per la prima volta, come si dice espressamente nella relazione e nelle note metodologiche pubblicate sul Bollettino della Banca⁵¹, nell’ambito di una convergenza metodologica all’interno della CEE⁵² (ma anche, senza dubbio, in seguito alle esperienze attuate presso la Federal Reserve di cui abbiamo detto), risponde a nuove esigenze del banchiere centrale. Mentre il discorso sulla politica monetaria si poggia sulle tavole della liquidità e il discorso sul finanziamento degli investimenti si vale pure di un nuovo consistente apparato statistico, la matrice dei conti finanziari diviene funzionale a un discorso mirato allo sviluppo del mercato finanziario. Un mercato finanziario maturo e spesso – questo il discorso di Carli – è necessario perché in sua assenza modeste variazioni dell’offerta di obbligazioni spostano considerevolmente i corsi dei titoli (e i tassi), costringendo la Banca centrale a intervenire con

⁵¹ Banca d’Italia (1965), pp. 107-125 (il punto che interessa si trova a p. 122).

⁵² Si fa riferimento al gruppo di lavoro che portò alla pubblicazione del SEC70.

immissioni di moneta che possono avere effetto inflazionistico⁵³. A partire da quegli anni, i conti finanziari, pur mantenendo e grandemente affinando quella “funzione statistica” che avevano avuto fin dall’inizio (molto interessante è il lavoro per collegarli agli schemi di contabilità nazionale, che giunge a un risultato concreto nel 1968)⁵⁴, diventano anche la palestra per raffronti internazionali relativi allo sviluppo dei mercati e degli intermediari.

La pecca più grave, la mancata distinzione tra famiglie e imprese (cfr. il par. 3.2), verrà sanata nella Relazione sul 1965. Da allora gli studiosi e gli operatori avranno materiale più solido per la discussione sulla propensione al risparmio delle famiglie e sull’indebitamento delle imprese. Non solo: potrà essere finalmente tentata la strada, che era rimasta fino a quel momento una mera possibilità teorica, di individuare il settore di origine di tendenze espansive o contrattive per mezzo dell’analisi finanziaria settoriale (una ripresa, in sostanza, dei discorsi di Holtrop e di Polak che abbiamo citato sopra)⁵⁵.

Quest’ultima parte relativa agli anni sessanta è deliberatamente poco sviluppata perché il nostro intento non era quello di tracciare la storia dei conti finanziari “maturi” (maturi, s’intende, dal nostro punto di vista). Tuttavia gli elementi qui presentati consentono già di estendere nel tempo la validità della seconda conclusione che abbiamo tratto in precedenza: le esigenze “retoriche” del banchiere centrale non cessano di accompagnare l’elaborazione degli schemi dei conti finanziari. Ciò non deve essere inteso come una critica alla validità delle statistiche, ma piuttosto come un richiamo al fatto che, in ogni tempo, il lavoro statistico si trova ad essere condizionato e stimolato non solo dagli strumenti teorici di cui può disporre e dalle difficoltà di rilevazione che incontra, ma anche dalle “visioni del mondo” che sono proprie dei committenti; d’altra parte le statistiche, una volta fatte e rese pubbliche, hanno un potere che non può essere sottovalutato: quello di consolidare, perfino di bloccare, le griglie di lettura della realtà adottate dall’opinione pubblica e dagli stessi specialisti.

⁵³ Relazione della Banca d’Italia sul 1964, Considerazioni finali, p. 493 e sgg.

⁵⁴ Nella Relazione della Banca per il 1967 si fece il primo tentativo esplicito – cioè non confinato agli appunti interni – di collegare i conti finanziari con il conto del capitale. Per i precedenti in questa linea di ricerca si vedano i citati studi di Guidotti e di Giannone.

⁵⁵ Sul punto si veda ancora Ercolani e Cotula (1969), p. 20.

4. Ascesa, declino e ripresa dei conti finanziari

Negli anni sessanta i conti finanziari si aprirono ad altre direzioni di ricerca, con una interazione tra teoria economica e applicazioni di *policy*. Ci limitiamo a descrivere due sviluppi, ognuno dei quali meriterebbe una trattazione monografica: l'enfasi di Tobin sullo studio delle interazioni tra settore finanziario e settore reale dell'economia; l'utilizzo dei conti finanziari nei modelli econometrici e per previsioni economiche.

In Keynes la domanda di moneta dipende dal reddito, piuttosto che dalla ricchezza; nel movente speculativo l'individuo sceglie di detenere o solo moneta o solo titoli. Con Tobin si passa dalla domanda di moneta a una domanda di attività finanziarie, dove gli strumenti sono scelti sulla base della correlazione rendimento-rischio: è la teoria delle scelte di portafoglio.

La ricchezza è composta da moneta, altre attività finanziarie e beni reali. Più che al legame tra moneta domandata e reddito, Tobin ha guardato a come gli operatori ripartiscono la ricchezza tra attività, finanziarie e reali. L'enfasi si sposta sul conto capitale dei bilanci dei singoli operatori, anche per l'importanza del dibattito di quegli anni sull'effetto ricchezza. Le consistenze della ricchezza, nella sue varie forme, influenzano non solo la domanda di nuove attività finanziarie, ma anche la domanda aggregata: consumi e investimenti non dipendono solo dal reddito (Tobin, 1952 e 1961). L'attenzione per il complesso delle attività finanziarie scambiate in un'economia portò Tobin a interrogarsi sulle differenze esistenti tra le banche, da un lato, e gli altri intermediari, dall'altro. Insieme ai lavori di Gurley and Shaw, quello di Tobin (1963) è uno dei primi contributi sulla specificità o meno delle banche, un tema al centro degli interessi della scuola di Yale⁵⁶.

Nel 1962 Duesenberry notava che il Keynes dei conti finanziari non era ancora apparso⁵⁷. I conti finanziari erano uno schema contabile, ma non esisteva un corpo compiuto di equazioni di comportamento che utilizzasse le statistiche. Negli anni seguenti Tobin presentò modelli stock-flussi del settore finanziario dell'economia e delle sue interazioni con il settore

⁵⁶ Hester e Tobin (1967a), (1967b), (1967c) raccolsero nei tre volumi editi dalla Cowles Foundation i contributi più importanti della scuola.

⁵⁷ "National income analysis had Keynes, and the Keynes of flow-of-funds analysis has not revealed himself", Duesenberry (1962).

reale⁵⁸. In particolare Tobin (1969) pone al centro dell'analisi il conto capitale dei settori istituzionali. Le relazioni di un'economia sono sintetizzate in una tavola coincidente con la normale presentazione dei conti finanziari, con i diversi settori che appaiono sulle colonne e gli strumenti finanziari disposti nelle righe. Tobin sottolinea l'interdipendenza tra settore finanziario e settore reale. In prima istanza le variabili reali e gli stock di attività finanziarie sono assunti come esogeni e determinano gli strumenti finanziari che ogni settore vuole detenere. Secondo la logica tipica di un modello di equilibrio economico generale, gli input finanziari al settore reale devono poi riprodurre quei valori che sono stati considerati come input reali iniziali per il settore finanziario.

Passiamo ora all'uso dei conti finanziari nei modelli econometrici e nelle previsioni economiche. Un primo approccio puntava alla costruzione di schemi del settore finanziario dell'economia, che talvolta venivano inseriti nei grandi modelli macroeconomici⁵⁹. Questa impostazione ricevette un impulso dal contributo di Brainard e Tobin (1968), che presentarono uno schema del settore finanziario nel quale si determinano i flussi, le consistenze e i rendimenti delle attività finanziarie assumendo come esogene le variabili di *policy* o gli aggregati reali⁶⁰.

Una seconda direzione di ricerca, legata alla prima e intrapresa soprattutto dalle banche centrali, ha utilizzato i conti finanziari per prevedere i flussi futuri dei fondi. Il punto di partenza erano le previsioni sulle variabili reali. Una volta assunte queste come date, in particolare assumendo come esogeni i risparmi e gli investimenti dei diversi settori, si stimavano i flussi di attività e passività finanziarie di famiglie, imprese, Amministrazioni pubbliche e resto del mondo. Un aspetto che differenziava le esperienze nazionali erano le forme della retroazione dal settore finanziario a quello reale. Un punto di forza delle previsioni era la

⁵⁸ Come ha notato Buiter (2003) "*Tobin's mistrust of the representative agent approach and his relaxed attitude towards micro foundations are consistent with his decision to pursue the empirical implementation of complete systems of portfolio balance and flow-of-funds models using asset demand specifications that were eclectic or ad-hoc as regards the selection of arguments*".

⁵⁹ Si tratta di applicazioni eterogenee, un tratto comune ai modelli macroeconomici keynesiani (cfr. Visco, 2005).

⁶⁰ Un'applicazione italiana è rappresentata da Modigliani e Cotula (1973). Per l'inserimento nel modello econometrico della Banca d'Italia cfr. Fazio *et al.* (1970). Una sintesi dei modelli stock-flussi è offerta da Gnesutta (1992).

coerenza dei comportamenti dei vari settori⁶¹. Le previsioni dei flussi furono utilizzate nell'ambito della programmazione dei flussi finanziari, perseguita in molti paesi industrializzati, ad esempio in Francia e in Italia, non sempre con esiti soddisfacenti⁶².

Una terza classe di modelli ha sottolineato il rapporto tra fonti e corrispondenti usi dei fondi. Un sistema economico può essere riassunto da una tavola input-output, con un certo strumento finanziario considerato come input per la produzione di un determinato output. L'ammontare di ogni input richiesto per produrre un'unità dell'output è un coefficiente tecnico fisso del sistema. Stone è stato probabilmente il costruttore maggiore di questi modelli, basati sull'idea che in un sistema economico esistono relazioni stabili tra passività finanziarie, da un lato, e attività finanziarie e reali, dall'altro, in termini di consistenze e flussi (cfr. ad esempio Stone, 1966). La difficoltà principale di questa impostazione fu che in economie avanzate i coefficienti tecnici nella realtà non erano fissi, perché l'innovazione finanziaria, soprattutto nelle forme di finanziamento delle imprese e delle Amministrazioni pubbliche, e l'attività internazionale mutavano la relazione tra passività e attività finanziarie. L'approccio input-output fu giudicato più promettente in economie pianificate o in via di sviluppo, dove la regolamentazione e l'intervento pubblico, piuttosto che gli sviluppi dei mercati dei capitali, dominavano l'allocazione dei flussi finanziari.

Un quarto gruppo di modelli si riferisce alle previsioni dei tassi di interesse effettuate da istituzioni private negli Stati Uniti e in Canada. I modelli si basavano sulle statistiche dei flussi dei fondi e su ipotesi sul comportamento futuro delle autorità monetarie. Confrontando la richiesta di finanziamenti da parte dei settori economici con l'offerta di fondi, si ottenevano stime dei tassi di interesse.

Le tre rassegne alle quali abbiamo attinto – Cohen (1972), Roe (1973), Bain (1973) – elencano circa 250 lavori sui *flow of funds* apparsi nei venti anni successivi alla pubblicazione dell'opera di Copeland. Dalla seconda metà degli anni settanta, i conti finanziari vissero una fase di

⁶¹ Per gli Stati Uniti "... we see more and more clearly one of the ways in which everything depends on everything else ... as Bob Solow once put it", Taylor (1963). Per il Regno Unito "The whole is reasonable only if the parts are", Bank of England (1972).

⁶² Per una valutazione dei risultati e dei limiti dell'esperienza italiana di programmazione dei flussi finanziari cfr. Vaciago (1983). Caranza (1981) ha sottolineato le potenzialità dei conti finanziari per le previsioni dei flussi, ma ha ricordato i problemi creati alle previsioni dall'instabilità delle variabili reali negli anni settanta.

stanca, tanto che una rassegna degli sviluppi più recenti non è disponibile. La crisi dell'impostazione keynesiana; l'attenzione crescente per i fondamenti microeconomici della macroeconomia; le difficoltà dei modelli macroeconometrici, anche nel valutare le interazioni tra settore finanziario e settore reale; il venir meno della programmazione economica e della programmazione dei flussi finanziari; l'abbandono dei controlli amministrativi di politica monetaria e il ruolo crescente dei prezzi, rispetto alle quantità considerate nei conti finanziari, nel raggiungimento dell'equilibrio dei mercati; gli insuccessi delle applicazioni empiriche dei modelli dei flussi dei fondi, anche a causa della collinearità esistente tra i rendimenti degli strumenti finanziari che appaiono come variabili indipendenti nelle funzioni di domanda delle attività finanziarie⁶³; l'affermazione degli aggregati monetari e creditizi come strumento per la conduzione della politica monetaria; il progressivo concentrarsi da parte delle banche centrali sull'obiettivo della stabilità dei prezzi, a scapito talvolta di un'analisi generale del sistema finanziario; le difficoltà di armonizzazione internazionale delle statistiche, anche legate alla fase di stallo del processo di integrazione europea perdurata fino alla metà degli anni ottanta; le oscurità dei produttori dei dati nella divulgazione e nell'uso delle statistiche; questi sono tra i motivi del ridimensionamento dell'importanza dei conti finanziari protrattosi fino a pochi anni fa.

La storia delle idee è fatta di improvvise scomparse di filoni di ricerca, che poi riappaiono, come fiumi carsici, in forme diverse. La ripresa d'interesse più recente per i conti finanziari, che speriamo non sia un'estate di San Martino, è dovuta non tanto a sviluppi teorici, quanto all'impegno di Eurostat, istituti nazionali di statistica, Eurosystem, OCSE. Ciò conferma il ruolo che le istituzioni hanno nella storia della scienza⁶⁴ ma al tempo stesso ci richiama al dovere di non perdere di vista l'approccio teorico. Un obiettivo di queste pagine è stato quello di ricordare i giganti sulle cui spalle poggiano i lavori odierni sui conti finanziari.

⁶³ Altri problemi della stima della domanda di attività finanziarie sono sottolineati da Walsh (1981).

⁶⁴ Sul punto si veda anche il contributo di Massaro in questo volume.

Tav. 2

SUMMARY OF FLOW-OF-FUNDS ACCOUNTS FOR 1953

S = Sources of Funds, U = Uses of Funds
(Annual flows, in billions of dollars)

Transactions	Consumer		Business						Government			Financial institutions						Rest of the world			Total							
	Sectors		Corporate		Non-corporate		Farm		Federal			St. and loc.			Banking		Insurance		Other		S U			S U				
	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U		
Nonfinancial																												
A	195.5	2.7	118.7		30.0		2.6		19.0		13.5		1.9		2.6		4.4										195.5	195.5
B	59.4	16.3	9.7	20.0	17.5	40.0	1.1	13.0	1.0	5.5	.8	1.0	6.2	2.1	3.5	.3	1.7	1.5	.5	1.9						101.4	101.4	
C	23.9	22.7	1.3	12.2	1.0	3.0	.4	7.5	14.4	11.7	*			.3	29.0	16.7	5.7	1.4	2.2	.3						82.8	83.0	
D	2.6	40.9	5	36.0		6.8		1.1	64.8	3.1	21.4			.8							*					89.4	89.6	
E	22.0	63.8	2	26.7	1.5	6.0	.4	5.0	*	4.2	.1	7.8		.1	*													
F			1.6			-.9		3																				
G		39.4		24.9		5.1		4.6		4.2		7.2		.1														
H	22.0	24.4		2.2		1.5		.4		*	.1	.5															820.9	819.5
I																												
J	303.4	301.8	550.0	555.3	215.9	215.9	31.7	32.8	78.4	85.1	40.0	40.4	7.0	5.9	33.0	23.9	12.3	12.4	18.4	16.5	1,290.0	1,290.0						
Financial¹																												
K	4.4					.4		*		-1.6		1.0	5.0														5.0	5.0
L	.3		1.1		.6				5.2	.3		1.8															5.2	5.1
M	6.2		1.3		1.8	.5	.4							2.5													9.8	9.8
N																												
O	3.2		6.7		.3																						10.9	10.8
P	4.5	4.4	-6		1.6	2.3	.6		.1	1.2																	11.8	10.8
Q	10.7	12.9	7.4	1.6	3.5	3.2	1.0	*	5.3	-1.4	3.6	3.0	5.2	5.8	.3	9.1	5.0	5.0	.6	2.3	42.6	41.5						
R	314.4	314.4	557.4	557.4	219.3	219.3	32.8	32.8	83.7	83.7	43.6	43.6	12.2	12.2	33.3	33.3	17.3	17.3	19.0	19.0	1,332.7	1,332.7						
S	215.1		29.5		6.9		6.9		57.9		24.4		1.4														350.9	350.9
T	3.5		.5		1.2		.6		.9		.7		6.9														6.9	6.9

*Less than 50 million dollars.
¹Financial sources of funds represent net changes in liabilities; financial uses of funds represent net changes in financial assets.
 NOTE.—For contents of each line, see notes to summary tables, pp. 39-40.

Tav. 3

SUMMARY OF FLOW-OF-FUNDS ACCOUNTS FOR FIRST QUARTER, 1959
[In billions of dollars]

Transaction category	Consumer and non-farm sector		Nonfinancial business sectors						Government sectors ²				Financial institutions sectors				Rest of sector	All sectors	Dis- saving and invest- ment	Natl. saving and invest- ment					
	Sector		Farm ¹		Non-corporate ¹		Corporate		Federal		State and local		Commercial banking ³		Savings institutions ⁴						Insurance ⁵		Finance n.e.c. ⁶		
	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S	U	S					U	S	U	S	
A Gross saving ^{7,9}	18.7	10.6	1.3	2.2	2.2	7.1	5.0	7.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	30.1	113.6	29.5	A	
B Capital consumption ¹²	10.6	8.2	1.0	2.0	2.0	5.0	2.1	5.0	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	18.9	18.6	18.6	B	
C Net saving (A-B) ¹⁰	8.2	2.4	-.7	1.0	1.0	2.1	2.9	2.1	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	11.5	10.9	10.9	C	
D Gross investment (E+J) ²	18.6	14.5	.3	2.2	2.2	5.3	7.4	5.3	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	27.9	11.4	28.1	D	
E Private capital expenditures (net of sales) ¹³	14.5	9.4	1.4	3.1	3.1	7.4	7.4	7.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	26.5	9.4	26.5	E	
F Consumer durable goods.....	9.4	4.3	1.2	2.1	2.1	5.4	5.4	5.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	18.9	4.3	18.9	F	
G Nonfarm resident constr. ¹⁴	4.3	1.2	1.2	2.0	2.0	5.4	5.4	5.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	4.3	1.2	4.3	G	
H Nonfarm non-durable goods ¹⁵	1.2	1.2	1.2	2.0	2.0	5.4	5.4	5.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	9.7	9.7	9.7	H	
I Change in inventories ¹⁵	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	3.2	3.2	3.2	I	
J Net financial invest. (K-L) ¹⁶	4.1	6.6	-1.1	-.9	-.9	-2.1	2.1	2.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.4	-1.4	16.-4	J	
K Net acqis. of finan. assets ¹⁷	6.6	2.5	1.1	-.9	-.9	.6	2.1	2.1	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	.7	7.8	6.4	7.8	K	
L Net increase in liabilities ¹⁷	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-.5	-5.5	-7.2	-1.7	L
M Currency and dem. dep. ¹⁸	2.9	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	2.4	2.4	2.4	M	
N Fixed-value redem. claims.....	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	N	
O Savings shares ²¹	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	O	
P U.S. savings bonds ²²	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	-.2	P
Q Saving through life insur. ²³	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.8	1.8	1.8	Q	
R Saving through pen. funds ²⁴	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.8	1.8	1.8	R	
S Credit and equity mkt. instr. ²⁵	4.5	2.5	.7	-.4	-.4	1.0	2.2	2.2	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	7.2	7.3	7.2	S	
T State and local obligations.....	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	2.0	2.0	2.0	T	
U State and foreign bonds.....	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	U	
W Corp. and foreign bonds.....	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	5.5	5.5	5.5	W	
X Corporate stock.....	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	3.0	3.0	3.0	X	
Y Other mortgages.....	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	6.6	6.6	6.6	Y	
Z Other mortgages.....	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	6.6	6.6	6.6	Z	
a Consumer credit.....	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	a	
b Security credit ²⁶	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	b	
c Bank loans e.c.c. ²⁷	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	c	
d Other loans ²⁸	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	d	
e Trade credit.....	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	e	
f Proprietors' credit.....	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	f	
g Proprietors' credit.....	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	g	
h Misc. financial trans. ³⁰	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.4	1.4	1.4	h	
i Sector discrepancies (A-D) ³¹	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	.5	1.1	1.1	1.1	i	

¹ Less than \$50 million.
² Net increase of funds. Financial uses of funds represent net acquisitions of assets, financial liabilities represent net liabilities.
³ Includes savings and investment concepts see pp. 831-43 of this BULLETIN. Descriptions of sectors and of transaction categories are given in notes to tables and in "Technical Notes," on pp. 846-59 of this BULLETIN. Figures are subject to revision and may not add to totals because of rounding.
For other notes see pp. 1047 and 1049.

Tav. 4

Bilancio monetario nazionale
(miliardi di lire)

	A N N O 1 9 4 8				Differenza tra impieghi e raccolta (effetto residuo sulla circolazione)
	Impieghi		Raccolta tra il pubblico		
	per il Tesoro	per l'economia	Esclusi i c/c	Conti correnti	
<i>Banca d'Italia</i> (operazioni dirette col pubblico ed istituti speciali)					
1 — Anticipazioni a } privati.....		1,1			
2 — Prorogati pagamenti a privati...		3,0			
3 — Sconti diretti.....		—			
4 — Risconto ammassi istituti e sezioni di credito agrario.....		3,4			
5 — Risconto Consorzio sovvenzioni su valori industriali.....		— 1,1			
		6,4			
6 — Depositi privati.....			29,9		
7 — Vaglia, assegni, altri impegni a vista				1,7	
			31,6		— 25,2
<i>Aziende di credito</i>					
8 — Investimenti in B.T.O. ai fini del rapporto, diretti.....	72,7				
9 — Gli stessi, tramite B. I.	61,1				
10 — Altri investimenti in B. T. O.	73,6				
11 — Investimenti in altri titoli di stato	3,9				
12 — Depositi presso il Tesoro.....	— 16,6				
	194,7				
13 — Impieghi commerciali.....		349,1			
14 — Depositi fiduciari e c/c corrispondenza con clienti.....			277,0	229,4	
15 — Vaglia e assegni.....				13,8	
16 — Eccedenza delle partite varie passive sulle partite varie attive...			27,2		
			547,4		
Copertura della differenza tra impieghi e raccolta:					
17 — Risconti.....					— 10,6
18 — Anticipazioni passive.....					13,3
19 — Prorogati pagamenti.....					0,1
20 — <i>meno</i> Depositi ai fini del rapporto non investiti in B. T. O.					13,3
21 — <i>meno</i> Altri depositi bancari presso B. I.					— 6,9
					— 3,6
22 — C/c col Tesoro.....	132,8				
23 a) — Investimenti in B. T. O.	—				
23 b) — Investimenti in altri titoli di stato (compr. Elfer).....	4,5				
	137,3				
24 — Altri investimenti.....		23,7	143,0	18,0	
			161,0		

segue

Tav. 5

Formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie
(variazioni in miliardi di lire)

Anni e trimestri	Tesoro (1)			Settore privato				Estero	Totale crediti e investimenti 9=3+7+8
	Crediti a breve (1)	Titoli di stato (2)	Totale	Crediti a breve	Prestiti e mutui	Titoli	Totale		
	1	2	3 = 1 + 2	4	5	6	7 = 4/6		
1956	91,7	170,4	262,1	546,8	450,1	223,0	1.219,9	103,8	1.585,8
1957	53,0	73,6	126,6	356,1	487,9	259,8	1.103,8	136,8	1.367,2
1958	295,3	2,0	293,3	202,7	580,0	440,5	1.223,2	459,0	1.975,5
1959	44,1	328,7	372,8	677,8	691,3	372,4	1.741,5	517,9	2.632,2
1960	- 16,6	159,8	143,2	1.201,8	879,9	753,2	2.839,9	273,0	3.256,1
1956 - I trimestre . . .	- 119,8	181,6	61,8	4,4	86,4	42,5	133,3	36,1	231,2
II » . . .	- 88,2	- 13,6	- 101,8	188,8	123,7	68,8	381,3	0,6	280,1
III » . . .	149,3	- 0,9	148,4	55,5	94,7	45,3	195,5	93,8	437,7
IV » . . .	150,4	3,3	153,7	298,1	145,3	66,4	509,8	- 26,7	636,8
1957 - I trimestre . . .	- 91,7	84,5	- 7,2	- 8,2	123,5	33,8	149,1	- 69,7	72,2
II » . . .	- 97,9	- 6,7	- 104,6	107,2	134,8	71,1	313,1	47,7	256,2
III » . . .	76,5	- 1,4	75,1	22,0	96,2	72,5	190,7	101,7	367,5
IV » . . .	166,1	- 2,8	163,3	235,1	133,4	82,4	450,9	57,1	671,3
1958 - I trimestre . . .	67,6	- 6,0	61,6	- 96,9	128,0	92,8	123,9	20,9	206,4
II » . . .	- 49,0	5,8	- 43,2	22,9	149,8	131,2	303,9	73,5	334,2
III » . . .	131,8	3,9	135,7	16,1	123,5	73,8	213,4	254,2	603,3
IV » . . .	144,9	- 5,7	139,2	200,6	178,7	142,7	582,0	110,4	831,6
1959 - I trimestre . . .	110,4	- 5,6	104,8	- 32,2	155,9	189,0	312,7	73,3	490,8
II » . . .	- 165,3	24,5	- 140,8	135,6	172,8	65,4	373,8	176,4	409,4
III » . . .	- 167,2	316,3	149,1	167,3	161,7	16,2	345,2	207,5	701,8
IV » . . .	266,2	- 6,5	259,7	407,1	200,9	101,8	709,8	60,7	1.030,2
1960 - I trimestre . . .	- 124,8	117,4	- 7,4	63,8	199,4	181,1	444,3	- 8,5	428,4
II » . . .	- 132,9	7,8	- 125,1	289,1	181,5	215,0	685,6	76,0	636,5
III » . . .	54,5	- 5,3	49,2	273,0	216,1	216,4	705,5	168,9	923,6
IV » . . .	186,6	39,9	226,5	575,9	282,9	145,7	1.004,5	36,6	1.267,6

(1) Compresi i titoli di stato posseduti dalla Banca d'Italia.
(2) Comprese le obbligazioni ferroviarie.

segue

segue Tav. 5

Formazione e impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie
(variazioni in miliardi di lire)

Disponibilità						Titoli			Totale disponibilità e titoli
Liquidità primaria			Liquidità secondaria	Totale disponibilità liquide	Altre	Titoli di stato (2)	Obbligazioni e azioni	Totale	
Biglietti e monete 10	Conti correnti 11	Totale 12 = 10 + 11							
									19 = 14/15 + 18
146,2	224,4	370,6	495,4	866,0	275,0	93,6	351,2	444,8	1.585,8
91,1	165,9	257,0	502,2	759,2	170,0	60,9	377,1	498,0	1.367,2
159,7	383,0	542,7	690,3	1.233,0	211,1	16,7	548,1	531,4	1.975,5
188,2	616,9	805,1	727,5	1.532,6	431,1	215,7	452,8	668,5	2.632,2
203,5	665,9	869,4	756,0	1.625,4	537,3	170,7	922,7	1.093,4	3.256,1
- 113,9	- 7,4	- 121,3	113,1	- 8,2	58,0	104,1	77,3	181,4	231,2
- 9,0	42,1	33,1	83,9	117,0	52,6	- 6,7	117,2	110,5	280,1
80,4	113,4	193,8	120,7	314,5	58,9	- 5,0	69,3	64,3	437,7
188,7	76,3	265,0	177,7	442,7	105,5	1,2	87,4	88,6	636,8
- 175,1	- 4,3	- 179,4	113,1	- 66,3	- 5,1	65,1	78,5	143,6	72,2
20,0	10,2	30,2	61,1	91,3	70,3	- 4,2	98,8	94,6	256,2
60,2	47,6	107,8	132,0	239,8	31,7	0,8	95,2	96,0	387,5
186,0	112,4	298,4	196,0	494,4	73,1	- 0,8	104,6	108,8	671,3
- 147,0	- 0,2	- 147,2	161,1	13,9	36,1	7,3	149,1	156,4	206,4
13,9	95,8	109,7	88,8	198,5	- 8,5	1,9	142,3	144,2	334,2
75,8	141,9	217,7	167,0	384,7	119,9	- 3,6	102,3	98,7	603,3
217,0	145,5	362,5	273,4	635,9	63,6	- 22,3	154,4	132,1	831,6
- 111,7	102,2	- 9,5	151,8	142,3	180,1	- 8,6	177,0	168,4	490,8
19,6	148,7	168,3	95,7	264,0	49,7	7,0	88,7	95,7	409,4
41,0	106,8	147,8	132,4	280,2	130,1	237,7	53,8	291,5	701,8
239,3	259,2	498,5	347,6	846,1	71,2	- 20,4	133,3	112,9	1030,2
- 198,7	- 18,5	- 217,2	113,7	- 103,5	190,8	106,8	234,3	341,1	428,4
64,2	160,9	225,1	121,2	346,3	74,8	23,1	192,3	215,4	636,5
76,8	311,7	388,5	173,1	561,6	120,9	4,8	236,3	241,1	923,6
261,2	211,8	473,0	348,0	821,0	150,8	36,0	259,8	295,8	1.267,6

Tav. 6

Attività e passività finanziarie del Paese
(variazioni in miliardi di lire)

Settori di contropartita	ANNO 1963										Totale		
	Famiglie e imprese (non finanziarie)	Imprese finanziarie				Pubblica amministrazione			Partite non classificate e sfumate	attività	passività	saldo	
		BI-UIC	aziende di credito	Istituti speciali di credito	Istituti di assicurazione	Tesoro	Cassa DD.PP.	Istituti di previdenza					
FAMIGLIE E IMPRESE (NON FINANZ.)													
a) Biglietti e monete	—	432,4	—	—	—	8,5	—	—	—	440,9	—	440,9	
b) Depositi a vista	—	9,9	647,2	—	—	—	82,1	—	1,0	740,2	—	740,2	
c) Altri depositi	—	—	1.031,7	—	—	—	333,7	—	—	1.371,4	—	1.371,4	
d) Titoli a breve termine	—	—	—	—	—	—	—	117,7	—	—	—	117,7	
e) Crediti a breve termine	—	1,7	2.044,9	54,6	—	—	—	—	—	2.097,8	—	2.097,8	
f) Crediti a medio e lungo termine	—	—	—	—	—	—	—	—	14,4	8,5	22,9	22,9	
g) Obbligazioni	135,0	—	255,6	956,3	17,3	14,4	351,2	32,3	173,6	—	1.800,7	1.800,7	
h) Azioni e partecipazioni	135,0	5,5	70,5	3,9	4,9	—	137,4	8,9	11,0	—	369,2	369,2	
i) Altre attiv. e passiv. finanziarie	141,0	—	2,5	1,0	1,0	—	—	—	—	—	101,8	101,8	
Saldo ...	—	438,5	631,2	521,7	87,5	332,6	60,2	126,9	227,8	125,5	4.160,8	4.700,3	
IMPRESE FINANZIARIE													
<i>Banca d'Italia e UIC</i>													
a) Oro	—	—	—	—	—	—	—	—	62,3	—	62,3	62,3	
b) Biglietti e monete	432,4	—	32,3	—	—	2,7	—	—	—	2,7	—	2,7	
c) Depositi a vista	—	—	—	—	—	0,5	—	—	—	—	15,4	15,4	
d) Altri depositi	9,9	—	31,6	5,1	—	—	—	7,6	61,7	—	182,4	182,4	
e) Titoli a breve termine	—	—	322,1	—	—	8,8	—	—	10,4	—	323,7	323,7	
f) Crediti a medio e lungo termine	—	—	—	—	—	—	—	—	4,2	—	4,2	4,2	
g) Obbligazioni	—	—	—	—	—	—	—	—	330,8	—	391,4	391,4	
h) Azioni e partecipazioni	1,7	—	453,1	18,4	—	—	—	—	12,2	—	917,3	917,3	
i) Altre attiv. e passiv. finanziarie	—	—	—	—	—	—	—	—	6,0	—	22,6	22,6	
Saldo ...	438,5	—	67,1	14,9	—	707,2	—	7,6	374,5	28,6	630,9	630,9	
<i>Aziende di credito</i>													
a) Biglietti e monete	—	32,3	—	—	—	—	—	—	1,3	—	33,6	33,6	
b) Depositi a vista	647,2	31,0	117,4	33,3	—	0,3	2,3	—	40,8	1,0	77,3	77,3	
c) Altri depositi	1.031,7	322,1	72,2	61,8	7,3	—	—	204,1	275,6	—	1.078,6	1.078,6	
d) Titoli a breve termine	—	—	—	—	—	—	—	—	168,5	—	81,4	81,4	
e) Crediti a breve termine	2.044,9	—	8,8	—	—	13,8	—	—	—	—	969,9	969,9	
f) Crediti a medio e lungo termine	—	453,1	8,8	—	—	75,9	—	—	18,0	—	1.905,8	1.905,8	
g) Obbligazioni	255,6	—	—	46,0	—	0,8	—	—	25,5	—	487,4	487,4	
h) Azioni e partecipazioni	70,5	—	—	307,5	—	36,3	—	—	—	—	300,8	300,8	
i) Altre attiv. e passiv. finanziarie	68,4	—	—	27,0	—	—	—	—	—	—	341,7	341,7	
Saldo ...	631,2	67,1	—	270,8	8,1	126,3	2,3	204,1	406,1	98,6	2.631,7	2.631,7	
<i>Istituti speciali di credito</i>													
a) Depositi a vista	—	3,1	61,8	—	—	—	—	—	—	64,9	—	64,9	
b) Altri depositi	—	—	33,3	—	—	—	—	—	—	—	33,3	33,3	
c) Crediti a breve termine	54,6	18,4	—	—	—	11,1	—	—	9,5	18,4	9,5	25,1	
d) Crediti a medio e lungo termine	956,3	—	—	—	—	—	—	—	26,0	—	982,3	982,3	
e) Obbligazioni	5,0	—	46,0	—	—	0,5	—	15,0	58,5	8,5	159,8	159,8	
f) Azioni e partecipazioni	388,9	9,4	307,5	—	18,8	—	53,1	58,8	—	—	774,7	774,7	
g) Altre attiv. e passiv. finanziarie	1,0	—	27,9	1,4	4,1	16,5	1,5	—	—	—	1,2	1,2	
Saldo ...	521,7	14,2	276,3	—	22,9	70,9	24,6	73,8	12,5	4,7	1.110,1	1.110,1	
<i>Istituti di assicurazione</i>													
a) Depositi a vista	—	—	7,3	—	—	—	—	—	—	7,3	—	7,3	
b) Altri depositi	17,3	—	0,8	—	—	—	—	—	—	17,3	0,8	18,1	
c) Crediti a breve termine	4,0	—	—	18,8	—	2,1	—	—	—	20,7	—	20,7	
d) Crediti a medio e lungo termine	11,3	—	—	4,1	—	—	—	—	12,9	—	28,3	28,3	
e) Obbligazioni	1,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,0	1,0	
f) Altre attiv. e passiv. finanziarie	119,1	—	—	—	—	—	—	—	6,5	—	125,6	125,6	
Saldo ...	87,5	—	8,1	22,9	—	2,1	—	—	0,4	—	73,6	125,8	

segue

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Asso, P.F. e L. Fiorito (2001), *Waging War Against Mechanical Man. Frank H. Knight's Critique of Behavioristic Psychology*, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Quaderno n. 340, dicembre.
- Baffi, P. (1957), *Monetary Analysis in Italy*, in "International Monetary Fund Staff Papers", vol. 5, febbraio.
- _____ (1965), *L'analisi monetaria in Italia*, in id. *Studi sulla moneta*, Milano, Giuffrè.
- _____ (1985), *Via Nazionale e gli economisti stranieri, 1944-1953*, in "Rivista di storia economica", nuova serie, n. 1.
- Bain, A.D. (1973), *Surveys in Applied Economics: Flow of Funds Analysis*, in "The Economic Journal", dicembre.
- Banca d'Italia (1965), *Note metodologiche ad alcune tavole della Relazione della Banca per il 1964*, Bollettino, gennaio-febbraio.
- Bank of England (1972), *An Introduction to Flow-of-Funds Accounting: 1952-1970*, Bank of England, Londra.
- Baumol, W.J. (1954), *Professor Copeland's Study of Moneyflows*, in "The Review of Economics and Statistics", febbraio.
- Blanchard, O. (2000), *What Do We Know About Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not ?*, NBER, Working Paper n. 7550.
- Board of the Governors of the Fed (1955), *Flow of Funds in US, 1939-1953*, Washington D.C.
- Brainard, W.C. e J. Tobin (1968), *Pitfalls in Financial Model Building*, in "American Economic Review", vol. 58, n. 2.
- Buiter, W.H. (2003), *James Tobin: An Appreciation of His Contribution to Economics*, NBER, Working Paper n. 9753.
- Caranza, C. (1981), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, in G. Vaciago (a cura di) *Congiuntura e politica economica*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (2004), *Il contributo di via Nazionale*, in G. Garofalo e A. Graziani (a cura di), *La formazione degli economisti in Italia (1950-1975)*, Bologna, il Mulino.

- Clericuzio, A. (2005), *La macchina del mondo. Teorie e pratiche scientifiche dal Rinascimento a Newton*, Roma, Carocci, Roma.
- Cohen, J. (1972), *Copeland's Moneyflows after Twenty-Five Years: A Survey*, in "Journal of Economic Literature", n. 1, marzo.
- Copeland, M. (1947), *Tracing Money Flows through the United States Economy*, in "American Economic Review", vol. 37, maggio.
- _____ (1952), *A Study of Moneyflows in the United States*, National Bureau of Economic Research, New York.
- _____ (1961), *Trends in Government Financing*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Cotula, F., Gelsomino, C.O. e A. Gigliobianco (a cura di) (1997), *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960*. Vol. 1. *Documenti e discorsi*. Vol. 2. *Considerazioni finali all'assemblea della Banca d'Italia*, Roma-Bari, Laterza.
- Della Torre, G. (1993), *Teoria economica e conti nazionali. Il "National Bureau of Economic Research" (1920-1930)*, in "Studi e informazioni", n. 1.
- _____ (2000), *Le ragioni teoriche della discrasia tra conti nazionali e conti finanziari*, Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Quaderno n. 308.
- Desrosières, A. (1993), *La politique des grands nombres. Histoire de la raison statistique*, La découverte, Parigi.
- Duesenberry, J.S. (1962), *A Process Approach to Flow-of-Funds Analysis*, in *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Ercolani, M. e F. Cotula (1969), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 4, Roma.
- Fabricant, S. (1984), *Toward a Firmer Basis of Economic Policy: the Founding of the National Bureau of Economic Research*, NBER web page.
- Fazio, A., Caligiuri, G., Cotula, F. e P. Savona (1970), *Un modello econometrico dell'economia italiana (MIBI), Settore monetario e finanziario*, Banca d'Italia.

- Federal Reserve Board (1959), *A Quarterly Presentation of Flow of Funds, Saving, and Investment*, Federal Reserve Bulletin, vol. XLV, n. 8.
- Fisher, I. (1935), *100% Money*, Adelphi.
- Gemelli, G. (1997), *Le élites della competenza. Scienziati sociali, istituzioni e cultura della democrazia industriale in Francia (1880-1945)*, Bologna, il Mulino.
- Giannini, C. (2004), *L'età delle banche centrali*, Bologna, il Mulino.
- Giannone, A. (1961), *Il sistema integrato dei conti economici e finanziari (un tentativo di applicazione all'Italia)*, in "Rivista italiana di economia demografia e statistica", luglio-dicembre, vol. XV, n. 3-4.
- Gigliobianco, A. (2006), *Via Nazionale. Banca d'Italia e classe dirigente. Cento anni di storia*, Roma, Donzelli.
- Gnesutta, C. (1992), *Il rapporto flussi-stock nei modelli macroeconomici di derivazione keynesiana*, in B. Jossa e A. Nardi (a cura di), *Lezioni di macroeconomia*, Bologna, il Mulino.
- Guidotti, S. (1954), *Il finanziamento degli investimenti*, in *Contributi all'analisi di alcuni fenomeni trattati nella Relazione annuale del governatore*, a cura del Servizio Studi Economici della Banca d'Italia, Tipografia della Banca d'Italia, Roma.
- Hansen, A.H. (1941), *Fiscal Policy and Business Cycles*, Norton.
- Hester, D.D. e J. Tobin (1967a), *Risk Aversion and Portfolio Choice*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Monograph 19, John Wiley & Sons.
- _____ (1967b), *Studies of Portfolio Behavior*, Cowles Foundation For Research in Economics at Yale University, Monograph 20, John Wiley & Sons.
- _____ (1967c), *Financial Markets and Economic Activity*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, Monograph 21, John Wiley & Sons.
- Hicks, E. (1957), *The Problem of Monetary Analysis*, Presentazione al "Meeting of the Money and Banking Section of the Economic Society of Belgrade", 20 novembre.
- Hicks, J.R. (1935), *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*, in "Economica", febbraio.

- _____ (1942), *The Social Framework*, Oxford, Clarendon Press.
- Holtrop, M.W. (1957), *Method of Monetary Analysis Used by De Nederlandsche Bank*, in “International Monetary Fund Staff Papers”, vol. 5, febbraio.
- Koopmans, T.C. (1947), *Measurement without Theory*, in “Review of Economic Statistics”, n. 3, agosto.
- Kydland, F.E. e E.C. Prescott (1990), *Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth*, in “Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review”, Spring.
- Menichella, D. (1954), *Discorso all’assemblea dell’Associazione fra le casse di risparmio del 18 maggio 1954*, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1.
- _____ (1955), *Discorso all’assemblea dell’Associazione fra le casse di risparmio italiane del 25 maggio 1955*, in Cotula, Gelsomino e Gigliobianco (1997), vol. 1.
- Millar, J.R. (1991), *Institutionalist Origins*, pubblicato in J.C. Dawson (a cura di) *Flow-of-Funds Analysis. A Handbook for Practitioners*, M.E. Sharpe, Armonk, New York-Londra, 1996.
- Mitchell, W.C. (1944), “*The Flow of Payments, A Preliminary Survey of Concepts and Data*”, nota non pubblicata.
- McCloskey, D.N. (1985), *The Rhetoric of Economics*, The Board of the Regents of the University of Wisconsin System.
- Modigliani, F. e F. Cotula (1973), *Un’analisi empirica dei flussi finanziari e della composizione della ricchezza finanziaria dell’economia*, Moneta e Credito, marzo-giugno, n. 102.
- Mortara, G. (a cura di) (1932), *Cicli economici*, Nuova collana di economisti, vol. VI, Torino, UTET.
- Ossola, R. (1986), *Menichella: l’arte del banchiere centrale*, in *Donato Menichella. Testimonianze e studi raccolti dalla Banca d’Italia*, Roma-Bari, Laterza.
- Patinkin, D. (1982), *Anticipations of the General Theory? And Other Essays on Keynes*, The University of Chicago Press.
- Polak, J.J. (1959), *Financial Statistics and Financial Policy*, in “International Monetary Fund Staff Papers”, vol. VII, n. 1, aprile.

- Rey, G.M. (2004), *Gli studi di economia applicata e l'affermazione dell'econometria*, in G. Garofalo e A. Graziani (a cura di), *La formazione degli economisti in Italia (1950-1975)*", Bologna, il Mulino.
- Ricordo di Guido Carli (1994), Roma, Editoriale Lavoro.
- Ritter, L. (1963), *The Flow-of-Funds Accounts: A New Approach to Financial Market Analysis - An Exposition of the Structure of the Flow-of Funds Accounts*, in "Journal of Finance", vol. XVIII, n. 2, maggio.
- Roe, A.R. (1973), *The Case for Flow of Funds and National Balance Sheet Accounts*, in "The Economic Journal", n. 330, giugno.
- Rutheford, M. (2002), *Morris A. Copeland: A Case Study in the History of Institutional Economics*, in "Journal of the History of Economic Thought", vol. 24, n. 3.
- _____ (2003) "Who's Afraid of Arthur Burns?" *The NBER and the Foundations*, University of Victoria, mimeo.
- Sigel, S.J. (1962), *An Approach to the Integration of Income and Product and Flow-of-Funds National Accounting Systems: A Progress Report*, in *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Stone, J.R.N. (1966), *The Social Accounts from a Consumer's Point of View. An Outline and Discussion of the Revised United Nations System of National Accounts*, in "The Review of Income and Wealth", n. 1, marzo.
- Taylor, S.P. (1958), *An Analytic Summary of the Flow-of-Funds Accounts*, in "American Economic Review", vol. 48, n. 3.
- _____ (1963), *Uses of Flow-of-Funds Accounts in the Federal Reserve System*, in "Journal of Finance", vol. 18, maggio.
- _____ (1991), *From Moneyflows Accounts to Flow-of-Funds Accounts*, pubblicato in J.C. Dawson (a cura di), (1996), *Flow-of-Funds Analysis. A Handbook for Practitioners*, M.E. Sharpe, Armonk, New York- Londra, England, 1996.
- Teplin, A.M., Antoniewicz, R., McIntosh, S.H., Palumbo, M., Solomon, G., Mead, C.I., Moses, K. e B. Moulton (2005), *Integrated Macroeconomic Accounts for the United States: Draft SNA-USA*", in

- D.W. Jorgenson, J.S. Landefeld e W.D. Nordhaus (a cura di), *A New Architecture for the U. S. National Accounts*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Tobin, J. (1952), *Monetary Theory. Asset Holding and Spending Decisions*, in "American Economic Review, Papers and Proceedings" vol. 42, maggio.
- _____ (1961), *Monetary Theory: New and Old Looks. Money, Capital and other Stores of Values*, in "American Economic Review, Papers and Proceedings", vol. 51, maggio.
- _____ (1963), *Commercial Banks as Creators of "Money"*, in D. Carson (a cura di), *Banking and Monetary Studies*, Homewood, III, Richard D. Irwin.
- _____ (1969), *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, in "Journal of Money, Credit and Banking", n. 1.
- Tooze, J.A. (2001), *Statistics and the German State*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Vaciago, G. (a cura di) (1983), *La programmazione dei flussi finanziari*, Bologna, il Mulino.
- Visco, I. (2005), *From Theory to Practice in Macroeconomic Models: Post Keynesian Eclecticism*, in "Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review", vol. LVIII, giugno-settembre.
- Walsh, C.E. (1981), *Measurement Error and the Flow of Funds Accounts: Estimates of Household Asset Demand Equations*, NBER Working Paper, n. 732, agosto.
- Young, R.A. (1957), *Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts*, in "International Monetary Fund Staff Papers", vol. 5, febbraio.

DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. DE BONIS E A. GIGLIOBIANCO

*Giuseppe Della Torre**

Con molto piacere ho accolto l'invito a commentare il saggio di Riccardo De Bonis e Alfredo Gigliobianco sulle origini storiche dei conti finanziari in Banca d'Italia, in questa sede prestigiosa e davanti a persone così qualificate.

1. Il ruolo delle istituzioni di ricerca nella costruzione dei sistemi di contabilità macroeconomica

Nella storia dei sistemi di contabilità macroeconomica si dà grande rilievo all'incidenza degli sviluppi teorici sulla costruzione dei diversi sistemi contabili (mercantilismo *e* bilancia dei pagamenti, keynesismo *e* conti economici nazionali, scelte di portafoglio *e* contabilità di stock, ecc.), postulando l'egemonia del polo accademico e trascurando con ciò il ruolo delle istituzioni economico-statistiche. Nonostante l'indubbia rilevanza che le istituzioni nazionali e sovranazionali (con competenze "monetarie" e non)¹ hanno avuto nella costruzione della contabilità macroeconomica, questa pista di analisi è stata "*più evocata che indagata*", anche nella letteratura più attenta a questi temi. E questo anche per il tecnicismo degli schemi contabili (Bos, 1997).

De Bonis e Gigliobianco pongono al centro della loro riflessione il ruolo delle istituzioni di ricerca economica nello sviluppo dei conti finanziari: "un tratto comune a tutto il lavoro è l'importanza [attribuita alle] istituzioni nello sviluppo dei conti finanziari: le banche centrali, gli organismi di ricerca semipubblici come il NBER, gli istituti centrali di

* Dipartimento di Economia politica Facoltà di Economia "R. Goodwin" Università degli Studi di Siena. Ringrazio la dott.ssa Elisabetta Loche, dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, per la cortesia e i suggerimenti fornitimi nella consultazione dei documenti per la redazione di questo commento.

¹ Mi riferisco all'istituzionalizzazione del secondo dopoguerra, con la partizione delle competenze tra Nazioni Unite (*System of national accounts*) e Fondo monetario internazionale (*flow of funds*, bilancia dei pagamenti, e finanza pubblica, es. FMI, 1991) e, tra le due guerre mondiali, ai tentativi di armonizzazione delle statistiche monetarie da parte della Società delle Nazioni e della Banca dei regolamenti internazionali (es. Feiertag, 2005).

statistica, gli enti internazionali”. In questo contesto, il saggio costituisce un’occasione per riflettere sulle relazioni tra gli sviluppi della teoria della moneta, le esigenze informative poste dalla politica monetaria, il ruolo delle personalità della Banca d’Italia, e la costruzione degli schemi di contabilità finanziaria.

Rispetto a un paper molto ricco di sfaccettature, ho circoscritto il mio commento a due punti: 1. le motivazioni interne a Banca d’Italia nella costruzione del bilancio monetario nazionale di Paolo Baffi del 1949; e 2. la transizione tra il bilancio monetario di Baffi e le matrici finanziarie di Mario Ercolani e Franco Cotula (1969): forme di continuità e di rottura.

2. Il bilancio monetario nazionale di Paolo Baffi del 1949 e la “via italiana ai conti finanziari”

1. La parte iniziale del paper prende in esame i diversi aspetti (teorici, istituzionali, ecc.), in forma molto circostanziata, che accompagnano la costruzione dei *moneyflows* da parte di Copeland, tra il *memorandum* di Wesley C. Mitchell del 1944 e il volume compiuto del 1952. Particolare attenzione è dedicata alla transizione (collocata da De Bonis e Gigliobianco nel solco “*della continuità*”)² tra i *moneyflows* di Copeland del 1952 e i *flow of funds* della Federal Reserve del 1955 e 1959³.

2. Dopo la trattazione dei *moneyflows*, gli autori affrontano il tema, avvincente, dei fattori che portarono alla costruzione del bilancio monetario nazionale (BMN) da parte di Paolo Baffi nella *Relazione annuale* del 1949 (sull’anno 1948) e “*alla via italiana ai conti finanziari*”. L’analisi svolta su questo punto è resa ancor più interessante per il fatto che nel momento dell’introduzione del BMN (e negli anni immediatamente successivi)⁴, nelle pubblicazioni disponibili, non vi è un’esplicita riflessione da parte di Baffi (o di Banca d’Italia) sui fondamenti e sulle finalità di quella struttura informativa. Di questo si può avere una prima indicazione sfogliando le pagine della *Relazione annuale* sul 1948, da cui si evince che l’inserimento della complessa tavola del BMN non è

² Altri commentatori (es. Cohen, 1972) mostrano, viceversa, l’esistenza di uno iato tra i due schemi.

³ *Moneyflows* e *flow of funds* furono concepiti all’interno della medesima istituzione (la Federal Reserve) e sotto la supervisione di Copeland. In questo può esserci un aggancio con quanto avvenuto in Italia tra il bilancio monetario di Baffi e le matrici finanziarie di Ercolani e Cotula.

⁴ Bisognerà attendere la *survey* di E. Hicks (1957).

accompagnato da particolari notazioni teorico-metodologiche. Riporto a tal fine il brano, piuttosto scarno, della *Relazione* costruito intorno alla tavola del BMN:

“il complesso degli investimenti fissi lordi ... del 1948 risulta per la maggior parte ... costituito da prodotti dell’industria meccanica; in lieve misura ... da prodotti siderurgici [ecc.]. Alla copertura del fabbisogno di finanziamento connesso all’insieme degli investimenti lordi ... hanno concorso ... tanto i mezzi attinti alla disponibilità monetarie affluite sul mercato quanto le disponibilità derivanti dalle quote di ammortamento ... sia infine gli autofinanziamenti veri e propri da profitti non distribuiti. Non è purtroppo possibile, sulla base dei dati disponibili, un confronto diretto tra investimenti da un lato e risparmio monetario e autofinanziamenti dall’altro. È però possibile fornire un quadro abbastanza preciso delle disponibilità monetarie affluite sul mercato e delle operazioni di impiego del sistema creditizio sia a vantaggio del Tesoro che dell’Economia. Tale prospetto permette, inoltre, attraverso la considerazione dell’effetto residuo sulla circolazione delle operazioni di impiego e di raccolta dei singoli settori, di ottenere l’effetto complessivo dell’insieme delle operazioni di raccolta e di impiego sulla circolazione monetaria” (pp. 189-192).

De Bonis e Gigliobianco hanno affrontato il tema inesplorato delle ragioni sottese alla costruzione del BMN, con alcuni risultati interessanti. Riporto schematicamente tre punti tratti dalle loro argomentazioni: 1. *“Baffi si trovò subito dopo la guerra ad essere il capo di fatto del Servizio Studi, in una posizione di notevole potere riguardo agli indirizzi da dare alla ricerca”*⁵; 2. il BMN riflette l’impostazione metodologica di Baffi, legata al gruppo degli statistici-economisti degli anni trenta-quaranta (Mortara in Italia e Mitchell negli Stati Uniti) che attribuivano alla misurazione quantitativa un ruolo centrale nella comprensione dei nessi tra fenomeni economici; 3. *“Copeland indubbiamente fece scuola, ma non prima della metà degli anni cinquanta [con i flow of funds della Federal Reserve]: fu allora che il suo metodo acquisì una forza di irradiazione aggiuntiva rispetto a quella derivata dal puro lavoro scientifico [...]. Era la forza derivante dal fatto che la Federal Reserve l’avesse adottato [...].*

⁵ Sull’analisi del ruolo svolto dal Servizio Studi nella ricerca economica la letteratura non è particolarmente abbondante; rinvio ai recenti lavori di Scatamacchia (2003; 2005) e Tuccimei (2005). Sull’attività di Baffi all’interno del Servizio Studi si veda anche la commemorazione da parte di Desario (1999).

Prima di allora gli studiosi e le istituzioni dei vari paesi (in primis le banche centrali) avevano proceduto in ordine sparso”.

Da cui, l’idea dei due autori – che ritengo corretta e ben motivata – di assegnare un ruolo tutto interno alla Banca d’Italia e, nello specifico, alla figura di Baffi, alla sua formazione scientifica, ai suoi interessi di lavoro negli anni trenta-quaranta nello sviluppo del BMN, negando un ruolo decisivo ai *moneyflows*. Rispetto a questa linea interpretativa della “*via italiana ai conti finanziari*”, mi sento di avanzare due suggerimenti, che espongo di seguito.

3. De Bonis e Gigliobianco richiamano, tra gli elementi fondanti del BMN, l’esperienza di Baffi maturata prima e durante la seconda guerra mondiale. Ora, questa notazione può essere arricchita partendo dalla struttura contabile del BMN, “*organizzata per fornire uno schizzo dei finanziamenti intersettoriali, [ma] centrata sulle fonti di creazione delle banconote emesse da Banca d’Italia*” (E. Hicks, 1957). Ciò che propongo è la connessione tra la rilevanza dell’“*effetto residuo [del finanziamento all’Economia e al Tesoro] sulla circolazione*” e, dall’altro, l’esperienza del “*circuito monetario*” (1935-1943), cui Baffi partecipò attivamente, volta a sostenere lo sforzo bellico convogliando le risorse finanziarie verso il Tesoro, compatibilmente con la stabilità dei prezzi, e, quindi, con grande attenzione per l’espansione della circolazione⁶. Certamente, questo ben si lega, come posto in luce dagli autori, con la situazione di inflazione aperta dell’immediato dopoguerra e con la linea Einaudi di riequilibrio monetario (in tale direzione anche Pittaluga, 2004).

4. Sempre nella fase di avvio della costruzione del BMN, mi sembra interessante l’analisi svolta da De Bonis e Gigliobianco sui rapporti tra Baffi e gli studiosi che si occupavano negli anni cinquanta degli schemi di analisi monetaria (Earl Hicks, Holtrop, ecc.)⁷. In questo ambito, suggerisco di estendere l’analisi ai legami istituzionali, scientifici e amicali, molto

⁶ Tale associazione è sorretta, a mio parere, da alcuni documenti consultati nell’Archivio Storico della Banca d’Italia. Es., ASBI, Carte Baffi, ex-Monte Oppio, n. 254, memoria sull’inflazione italiana: appunto su spesa pubblica e forme di copertura, 1947, e Carte Baffi, n. 9, bilancio monetario: appunto sugli effetti inflazionistici (deflazionistici) del bilancio dello Stato, della bilancia dei pagamenti, delle voci relative alle banche, ecc., 1951.

⁷ A titolo di esempio, richiamo il carteggio con Earl Hicks del Fondo monetario internazionale (Carte Baffi, n. 43, risposta di Baffi a lettera sul BMN di E. Hicks, marzo 1953) e alla raccolta di carte relative agli schemi monetari (Dorrance, E. Hicks, Holtrop, Segré, ecc.) (Carte Baffi, n. 346). Da menzionare anche il periodo trascorso da Baffi presso la Federal Reserve nel 1956 per studiare i *flow of funds* (Signorini, 2004).

intensi, tra Baffi e Robert Triffin, sin dalle prime visite di questi in Banca d'Italia come rappresentante dell'FMI nella seconda metà degli anni quaranta⁸. Tali rapporti sono importanti perché l'approccio esposto da Triffin (1946) – *First Meeting of Central Bank Technicians of the American Continent*, Mexico City – assume un ruolo “fondativo” nello sviluppo della contabilità finanziaria (Dorrance, 1969, pp. 198-207). Peraltro, Triffin costruirà con Geer Stuvell, nella seconda metà degli anni cinquanta, lo “schema di analisi monetaria” dell'OEEC (1960), che costituisce un quadro generale entro cui collocare il BMN di Baffi e che risente delle idee già esposte in Triffin (1946)⁹.

3. Dal “bilancio monetario” di Baffi (1949) alle “matrici finanziarie” di Ercolani e Cotula (1964, 1969): elementi di continuità “e” di rottura

1. Un altro punto interessante della trattazione di De Bonis e Gigliobianco è costituito dal fatto di ritenere il BMN di Baffi “l'embrione dei conti finanziari apparsi nella Relazione della Banca sull'anno 1964” (Banca d'Italia, 1965), preceduti dalla versione pubblicata nella Relazione sul 1961 e seguiti dal lavoro di sistemazione di Ercolani e Cotula (1969).

A questo proposito De Bonis e Gigliobianco portano diversi elementi a favore della “continuità” tra le due strutture informative e questa ipotesi costituisce “una” delle conclusioni principali del loro lavoro.

Tra i fattori a favore della continuità è ricordata l'esigenza, manifestata sin dalla prima versione del BMN del 1949, di andare oltre le transazioni finanziarie rilevate, “individuando le fonti [totali] di finanziamento degli investimenti”. Come pure, la predisposizione nelle versioni del BMN che seguirono di tabelle supplementari via via più complete ed esaurienti.

⁸ Ad esempio, nel carteggio Baffi-Triffin, vi è un appunto sul *memorandum* redatto da quest'ultimo su “Il progresso dell'Italia nel 1948”, con una struttura dell'informazione quantitativa molto vicina a quella del BMN (Carte Baffi, n. 120, febbraio 1949).

⁹ I rapporti tra Baffi e Triffin sono particolarmente intensi tra la presentazione del BMN nel 1949 sino alla predisposizione dello schema dell'OEEC negli anni 1958-1960 (Carte Studi, pratt., n. 277, appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, 1958). Inoltre, Baffi e Francesco Masera collaborano con i primi tentativi di implementazione dello schema OEEC, fornendo a Triffin i dati statistici elaborati per l'Italia (Carte Baffi, n. 345, lettera di Baffi a Triffin sull'applicazione dello schema OEEC all'Italia, 1948-1956, settembre 1958).

Certamente tra il BMN e le matrici finanziarie (MF) delle *Relazioni annuali* sul 1961, 1964 vi è continuità nel senso di affinamenti del dettaglio settoriale e delle categorie degli strumenti finanziari (es. Cutilli e Gnesutta, 1973). Tra il BMN e le MF sarebbe intervenuta pertanto una sorta di “*espansione orizzontale*” dello schema, come allargamento delle transazioni e degli operatori rilevati. Questa interpretazione non costituisce una novità, nel senso che la storia della contabilità finanziaria italiana (es. Gambino, 1963; 1969, Banca d’Italia, 1965; 2003) postula con forza questo aspetto essenzialmente statistico, come processo di progressivi miglioramenti nella continuità dell’azione di ricerca della Banca d’Italia¹⁰.

2. Accanto agli elementi che sostengono la continuità vi sono, tuttavia, altri fattori che mostrano la presenza *anche* di fattori di rottura tra le due tipologie di schemi di contabilità finanziaria. Il BMN rientra tra gli schemi di analisi monetaria, la cui elaborazione è particolarmente intensa tra la fine degli anni quaranta e cinquanta¹¹. A fronte di tali schemi vi sono, successivamente, le MF (in cui si colloca, a mio parere, lo schema di Ercolani e Cotula).

Come ricordato da E. Hicks (1957), c’è una netta differenza tra i due sistemi di contabilità finanziaria. La prima differenza attiene al grado di copertura delle transazioni finanziarie: a) gli schemi di analisi monetaria sono costruiti prendendo in considerazione le istituzioni monetarie, dividendo le loro attività per settore di indebitamento e il passivo per grado di liquidità. Dato che tali schemi si riferiscono al sistema monetario e bancario, sono necessariamente una matrice incompleta; b) le matrici finanziarie comprendono il complesso dei rapporti intersettoriali e, ove siano su base lorda, includono anche i rapporti creditizi intrasettoriali. La seconda differenza attiene al fatto che le MF costituiscono “*un’espansione verticale*” del sistema dei conti economici nazionali (“reali”), perseguita all’epoca da pochi paesi¹². La terza differenza riguarda il fatto che le MF

¹⁰ Tra i lavori per la Relazione sul 1964 vi è un riferimento che si colloca in questa direzione: “[nello schema è esposto] il complesso delle operazioni, cioè l’insieme delle relazioni finanziarie intrattenute tra ciascuno settore con i restanti. Si tratta di una risistemazione metodica e generalizzata del quadro delle interrelazioni finanziarie, che rappresenta un’altra tappa verso la costruzione di schemi sempre più esaurienti e metodologicamente affinati del cammino iniziato, fin dal lontano 1948, con il BMN, e proseguito nelle successive Relazioni, con elaborazioni sempre più particolareggiate” (Carte Studi, Pratt., n. 392, appunto per la Relazione sul 1964, 1965).

¹¹ Tra le rassegne degli anni cinquanta, che collocano in tale ambito il BMN, ricordo quelle di Earl Hicks (1957) e di Segré (1958). Più di recente, rinvio a Carson (1999).

¹² “*The compilation of national income statistics with income, expenditure, investment and saving accounts for each of the sectors raises the question of accounting for the means by which sector* (continua)

hanno finalità “più generali” dell’obiettivo di analisi degli schemi di analisi monetaria e sono legate ai referenti teorici delle scelte di portafoglio e alla conseguente integrazione, in uno schema di equilibrio generale, delle grandezze reali e finanziarie nelle dimensioni di stock e di flussi (es. Cutilli e Gnesutta, 1973, Arcelli, 1976).

Da ricordare infine il condizionamento sulla predisposizione delle MF proveniente dal lavoro sui conti finanziari in corso presso la *Conference of European Statisticians, Expert Group on Statistics and Changes in Financial Assets and Liabilities*, Ginevra, 1959. La Banca d’Italia partecipò attivamente, con propri rappresentanti, all’elaborazione dello schema dei conti finanziari della Comunità economica europea (Carte Studi, Pratt., n. 273, *memorandum* sui conti finanziari, 1960).

4. Una sintesi

Il lavoro di De Bonis e Gigliobianco costituisce un’importante riflessione – non facile, ma complessivamente riuscita – sui diversi piani (teorici, istituzionali, personali, ecc.) che hanno portato all’elaborazione dei conti finanziari in Banca d’Italia tra il 1949 e il 1964.

Convincente e ben motivata è la collocazione “tutta interna” alla Banca d’Italia della fondazione del BMN nel 1949. In questo contesto mi sembra, tuttavia, utile allargare l’analisi ai legami tra 1. la posizione metodologica di Baffi e la sua partecipazione all’implementazione del “circuitto monetario” (1935-1943) e 2. la ricerca di Baffi e la collaborazione istituzionale e scientifica con Robert Triffin.

Più aperto mi sembra, invece, il tema della transizione tra il BMN di Baffi e le MF di Ercolani e Cotula, nel senso che accanto agli innegabili elementi di continuità sono, a mio giudizio, presenti anche fattori di discontinuità che meriterebbero una specifica analisi.

deficits and surpluses are financed, and suggest the addition to national income accounts of intersector borrowing and lending statistics. The national income statement may be considered as the “top half” of a full statement of an economy’s transactions. The financial accounts may be considered as the “bottom half” (E. Hicks, 1957).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Arcelli, M. (1976), *La reinterpretazione keynesiana e la contabilità ai flussi di fondi*, in "Banche e banchieri", n. 8.
- Banca d'Italia (1949), *Relazione annuale sul 1948*, Roma.
- _____ (1965), "Note metodologiche ad alcune tavole della Relazione della Banca d'Italia per il 1964", in *Bollettino statistico*, n. 1.
- _____ (2003), *I conti finanziari dell'Italia*, Tematiche istituzionali, luglio.
- Bos, F. (1997), *Value and Income in the National Accounts and Economic Theory*, in "Review of Income and Wealth", vol. 43, n. 2, giugno.
- Carson, C.S. (1999), *50-Year Retrospective of the IARIW: The Early Years*, in "Review of Income and Wealth", vol. 45, n. 3, settembre.
- Cohen, J. (1972), *Copeland's Moneyflows After Twenty-Five Years: A Survey*, in "Journal of Economic Literature", vol. 10, n. 1.
- Cutilli, B. e C. Gnesutta (1973), *Presentazione a M. Yanovsky, Sistemi di contabilità nazionale*, Bologna, il Mulino. [Ediz. ital. di *Anatomy of Social Accounting Systems*, Londra, Chapman & Hall, 1965].
- Desario, V. (1999), *Ricordo del Governatore Paolo Baffi*, Comune di Broni, 27 novembre 1999.
- Dorrance, G.S. (1969), *The Role of Financial Accounts*, in "Review of Income and Wealth", vol. 15, n. 2, giugno.
- Ercolani, M. e F. Cotula (1969), *I conti finanziari della Banca d'Italia*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n. 4, Roma.
- Feiertag, O. (a cura di), (2005), *Mesurer la monnaie. Banques centrales et construction de l'autorité monétaire (XIX^e-XX^e siècle)*, Collection de la Mission historique de la Banque de France, Parigi, Albin Michel.
- Gambino, A. (1963), *Sugli accertamenti dei flussi di risparmio*, in "Moneta e credito", n. 61.
- _____ (1969), *Introduzione all'economia creditizia. Con un'appendice sui conti finanziari della Banca d'Italia*, Torino, Boringhieri.
- Hicks, E. (1957), *Monetary Analyses*, in "IMF Staff Papers", vol. V, n. 3.

- FMI (1991), *The IMF's Statistical Systems in Context of Revision of the United Nations' System of National Accounts*, a cura di V. Galbis, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- OEEC (1960), *Statistics of Sources and Uses of Finance, 1948-1958*, a cura di R. Triffin e G. Stuvell, Organisation for European Economic Co-Operation, Parigi.
- Pittaluga, G.B. (2004), *Il Governatorato Baffi (1975-1979)*, Dipartimento di Scienze economiche e finanziarie, Working paper, n. 6, marzo.
- Scatamacchia, R. (2003), *Un laboratorio per la "Ricostruzione": il Servizio Studi della Banca d'Italia*", in *Mélanges de l'école française de Rome*, t. 115, n. 2.
- _____ (2005), *L'émergence du Service des Etudes de la Banque d'Italie et le développement de sa fonction d'expertise (1894-1947)*", in Feiertag (2005).
- Segré, C. (1958), *Monetary Surveys and Monetary Analysis*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. LXXII, febbraio.
- Signorini, L.F. (2004), *Comment*, in European Central Bank (a cura di), *Statistics and their Use for Monetary and Economic Policy-making*, Second ECB Conference on Statistics, 22-23 aprile 2004.
- Triffin, R. (1946), *Esbozo general de una analisis de las series estadísticas monetarias y bancarias de America Latina sobre bases uniformes y comparables*, in *Memoria. Primera reunión de técnicos sobre problemas de banca central del continente americano*, Mexico City, 15-30 agosto 1946, Banco de México S.A., pp. 410-415.
- Tuccimei, E. (2005), *La ricerca economica in Via Nazionale. Una storia degli "Studi" da Canovai a Baffi (1894-1940)*, in Banca d'Italia, Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, n. 9, settembre.

Documentazione ASBI - Carte Baffi e Carte Studi

Carte Baffi, n. 9, fasc. 10 [Bilancio monetario: appunto sugli effetti inflazionistici (deflazionistici) delle variabili (entrata – uscita) del bilancio dello Stato, della bilancia dei pagamenti, delle banche, ecc., 1951].

_____ n. 43, fasc. 5, sfasc. 1 [risposta di Baffi a lettera sul BMN di E. Hicks, marzo 1953].

- _____ n. 120, fasc. 6 [R. Triffin, "I progressi dell'Italia nel 1948", febbraio 1949].
- _____ n. 345, fasc. 3, sfasc. 1 [lettera di Baffi a Triffin sull'applicazione dello schema OEEC all'Italia, 1948-1956, da parte di F. Masera, settembre 1958].
- _____ n. 346, fasc. 1-2 [schemi di analisi monetaria di Dorrance, E. Hicks, Holtrop, Segré, ecc.].
- _____ ex-Monte Oppio, n. 254, fasc. 3 [memoria sull'inflazione italiana, 1947].
- Carte Studi, Pratt., n. 273, fasc. 16 [memorandum sui conti finanziari, Comunità economica europea, 1960].
- _____ Pratt. n. 277, fasc. 2 [appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, ottobre 1958].
- _____ Pratt. n. 277, fasc. 2 [appunto sullo schema Triffin di analisi monetaria, ottobre 1958].

FINANCIAL ACCOUNTS IN EUROPE: BEGINNINGS, DEVELOPMENT AND HARMONISATION

*Riccardo Massaro**

“In the case of monetary science there is a special reason why statistics are of fundamental importance to suggest theories, to test them and to make them convincing.” (Keynes, *A Treatise on Money*, vol. II, p. 408).

1. Introduction

Present-day financial accounts are a set of interrelated statistics that give information on the financing patterns across all sectors in the economy. Financial accounts are complex and demanding, but this is inherent in their nature, as they span the entire economy.

The history of such a wide-ranging topic is in itself complex and multifaceted. It is therefore necessary to isolate some strands within it. In my opinion, the main strands that contributed to the development and standardisation of financial accounts in Europe are the following:

- (1) the reflections on the financing of aggregate investment by Keynes and major post-Keynesian economists;
- (2) requests for improvements in financial statistics made by economists belonging to the above tradition;
- (3) the work done in the United States by Copeland and the Federal Reserve;
- (4) analysis and discussions at international institutions and conferences;
- (5) data collection and diffusion by international institutions.

* Bank of Italy, Historical Research Department. I am grateful for constructive criticism to Alberto Baffigi, Federico Barbiellini Amidei, Elio Cerrito, Filippo Cesarano, Franco Cotula, Robert Gadsby, Alfredo Gigliobianco, Matteo Gomellini, Juan Carlos Martinez Oliva and Sabrina Pastorelli. The views expressed are those of the author and do not necessarily coincide with those of the Bank of Italy.

The treatment of items (1) and (2) will be short, as a fuller account is under preparation. I will deal only briefly with item (3), as it is one of the topics of the paper presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco. The focus of this paper will thus be on items (4) and (5). In the conclusions I will provide an assessment of the progress made in the compilation of financial accounts in Europe.

2. Keynes and some post-Keynesian economists on financing

2.1 *Economic theory*

2.1.1 *Booms and slumps in Keynes' Treatise on Money*

The main argument of the *Treatise* is a theory of the price level, however Keynes devotes several pages to fluctuations in business activity.¹ He argues in many places that investment and saving decisions are taken by different people.² For example he suggests that:

It is not surprising that Saving and Investment should often fail to keep step. In the first place [...] the decisions which determine Saving and Investment respectively are taken by two different sets of people influenced by different sets of motives, each not paying very much attention to the other (Keynes, 1930, vol. I, p. 279)

This separation between saving and investment decisions is his main explanation of the trade cycle, and it entails a certain degree of external financing of investment made by corporations.

The need for external financing becomes especially intense when there is an increase in the level of economic activity. For Keynes, the early phase of a boom is accompanied by a financing gap:

¹ The analysis of the general price level had been one of the main topics of monetary theory for some decades. Keynes himself acknowledges that his treatment is somehow similar to that of Wicksell. But Wicksell's theoretical construct included a spontaneous tendency toward full employment. The possibility of severe fluctuations in general economic activity is instead acknowledged in some parts of the *Treatise*.

² The definition of Saving and Investment in the *Treatise* is not the same as that in the *General Theory*. The difference is due to the definition of income in the *Treatise*: "the definition of income, which I there employed, differed from my present definition by reckoning as the income of entrepreneurs not their actually realised profits but (in some sense) their 'normal profit'" (Keynes, 1936, p. 77).

the development of an investment boom certainly does not mean that the entrepreneurs who initiate it have deliberately decided that the public are going to save out of their incomes on a larger scale than before (Keynes, 1930, vol. I, p. 279).

This financing gap will be filled by the intervention of banks, insofar as they accept to do so. Keynes expresses his views in these terms:

it is the facilities allowed by the banks which are the marginal factor determining the precise degree to which entrepreneurs will be in a position to carry out their enterprises (Keynes, 1930, vol. I, p. 279).

2.1.2 Keynes on financing after the General Theory

Keynes in the General Theory did not devote much attention to the financing of investment.³ But the topic was raised by Ohlin.⁴ Keynes in his replies to Ohlin develops his ideas, and ex-ante financing of investment is not any longer a prerogative of banks as in the Treatise. In fact, new issues of securities also play a role. In his reply to Ohlin, Keynes argues as follows:

Planned investment--i.e. investment *ex-ante*--may have to secure its "financial provision" before the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. [...] There has, therefore to be a technique to bridge this gap between the time when the *decision* to invest is taken and the time when the correlative investment and saving actually occur. This service may be provided either by the new issue market or by the banks (Keynes, 1937a, p. 246).

In a later article, Keynes distinguishes between short-term and long-term "finance" and suggests that the pre-financing of investment may also be made with cash in the hands of companies:

³ Schumpeter in 1954 noticed a different treatment by Keynes in the *Treatise* and in the *General Theory* of the view that bank loans create deposits: "The deposit-creating bank loan and its role in the financing of investment *without any previous saving up of the sums lent* have practically disappeared in the analytic schema of the *General Theory*" (Schumpeter, 1954, p. 1114).

⁴ Ohlin distinguishes between plans and realised outcomes, or between ex-ante and ex-post variables. He then discusses the financing of investment and financing constraints: "Of all the possible investments which seem profitable, only some are planned for the next period and actually begun. [...] it is clear that the cash and credit resources, which the firm has at its disposal at the beginning of a period and acquires during the period, provide an upper limit for its ability to buy." (Ohlin, 1937, p. 61).

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once (Keynes, 1937b, p. 664).

2.1.3 Hicks 1935 on liquid assets and financing

Hicks in *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money* starts his analysis from the existing stocks of money in the hands of individuals or companies.⁵ He then argues that an individual can use his holdings of money in three ways. The first is a transaction in goods versus money (buying something). The other two are financial transactions: (a) lending money to someone else; (b) paying off debts (Hicks, 1935, pp. 4-5). Hicks later notices that lending can also be done by decreasing the holdings of liquid assets, which he calls “safe investments” (Hicks, 1935, p. 10).

The lending ability of individuals equipped with surplus cash, or liquid assets, gives all sectors a feature usually associated with banks. In the words of Hicks:

my suggestion can be expressed by saying that we ought to regard every individual in the community as being, on a small scale, a bank (Hicks, 1935, p. 12).

This theoretical position has several implications for the study of the credit mechanism. For example a description of credit flows in the economy cannot be limited to the lending done by banks, but will require information on the actions taken by many sectors.

2.1.4 Kahn, Kaldor and Sayers on financing

On the occasion of the economic debate promoted by the Radcliffe Committee in the late 1950s,⁶ Kahn, Kaldor and Sayers gave great

⁵ Hicks at the beginning of the article presents his position on money as strongly influenced by Keynes' *Treatise* (“I am being more Keynesian than Keynes”).

⁶ The Radcliffe Committee was appointed in early 1957 “to inquire into the working of the monetary and credit system, and to make recommendations”. It was composed of nine members, two of them, Cairncross and Sayers, from the academic world. The Committee asked several written memorandum to representatives of institutions and to academic economists. Then, during many meetings, it heard oral evidence from several individuals.

emphasis to the fact that the financing of investment is related to *overall liquidity*. Overall liquidity is determined by two main factors: existing easily realisable assets and the expected availability of credit (Kaldor, 1960b, p. 15; Sayers, 1960, p. 712).

These authors share the view that the study of the level of activity of an economy requires a comprehensive view of the web of financing in that economy. For them, bank advances retain an important position in financing investment, but this is mostly due to the fact that, except for “the really large companies” (Kahn, 1960, p. 140), the issuance of ordinary shares is difficult. Other financial institutions can also be a source of short-term credit, for example hire-purchase finance houses (Kahn, 1960, p. 146). The extension of trade credit between companies is also considered a crucial financing channel (Kaldor, 1960a, p. 148; Sayers, 1960, p. 713). Attention is then paid to the credit obtainable in capital markets. Finally it is suggested that it is necessary to integrate the analysis of credit and capital markets as sources of finance (Sayers, 1960, pp. 713-14).

Along the lines of Hicks 1935, it is suggested that liquid assets, as those corresponding to the liabilities of non-monetary financial institutions, can be used to extend credit (Kaldor, 1960b, p. 19; Sayers, 1960, p. 722).

This group of authors argues that for the purposes of monetary analysis, and especially for its link to the general level of economic activity, it is necessary to have a full picture of the financing that takes place in the economy, both across sectors and through different financial instruments. So it is not surprising that the opinions of these authors favoured the position taken by the Radcliffe Committee on the need to improve the collection of financial statistics beyond banking returns.

2.2 *Requests for statistics*

2.2.1 *Hicks 1935 on balance sheets*

In the article already referred to above, Hicks suggests building monetary theory around balance sheet values. To do this, he considers it necessary to draw up a standardised balance sheet “suitable for all individuals and institutions” (Hicks, 1935, p. 12). He also suggests a balance sheet consisting of the following financial assets:⁷

⁷ The full list of assets includes goods and productive equipment.

- money,
- bank deposits,
- short-term debts,
- long-term debts,
- stocks and shares.

His list of financial liabilities is instead shorter (and alas incomplete):

- short term debts,
- long term debts.

With his idea of a standard balance sheet for all institutions, Hicks in 1935 made a big step towards contemporary financial accounts. However, his suggestion produced no practical response for many years.

2.2.2 *The Radcliffe Committee on statistics*

The Radcliffe Committee invited several institutions and economists to prepare memorandums. It later discussed some of them with many officials and economists. The more theoretical chapters of the *Report* of the Radcliffe Committee accepted many of the ideas of Kahn and Kaldor, which we have summarised above. Sayers himself was a Member of the Committee. The Committee made few concrete recommendations. Most of them were on the collection of statistics.

That statistics were considered important also emerges from the fact that the *Report* devotes an entire chapter to them. At the beginning it is noted that in the previous thirty years there had been uneven improvements in statistics:

While there has been a steady improvement in the collection and publication of statistics of national income and output, the statistical coverage of financial assets and liabilities has not received the same attention either from the monetary authorities or from outside commentators (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 281).

In trying to understand the reasons for such a state of affairs, the Committee observes that two important factors limit the production of statistics by financial institutions: (a) “reluctance to disclose their private

affairs more than is necessary”; and (b) “the wish to avoid undue expenditure of time and trouble on providing information” (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 281). As the Committee intends to redress the situation, it requires improved “financial and monetary statistics” along these general lines:

we take these to be statistics of financial assets and liabilities, not merely banking statistics or statistics relating to the money supply (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 284).

The suggested shift from banking statistics to a set of statistics on the financial sector reflects the partial role played by banks in financing (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 285). The Committee then calls for financial information on sectors other than financial institutions. And there is a list of these additional sectors:

the financial sector would [...] take its place alongside the other sectors of the national economy, and it would be one of the principal objects of monetary analysis to examine the interactions of these sectors on one another through financial transactions. These sectors, in terms of which financial and monetary statistics would have to be organised, include the public sector, the overseas sector, and such sub-divisions of the private sector as companies, unincorporated businesses and private individuals (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 286).

The requests of the Radcliffe Report concerning financial statistics were thus sufficiently specific:

- (1) financial assets and liabilities;
- (2) six sectors spanning the entire economy.

In its effort to render the requests operational, the Radcliffe Committee takes the further step of charging one institution, the Bank of England, with a special role in gathering and publishing financial statistics (Committee on the Working of the Monetary System, 1959, p. 303).⁸

⁸ The Bank of England responded with a very short delay to the requests. In fact, the publication of its *Quarterly Bulletin* started at the end of 1960. Data and comments on the financial surplus of the private sector appear in the first number of this new publication. Fuller financial accounts were made available in 1963.

3. International standpoints on sector finance

3.1 *International organisations*

3.1.1 *The role of the OEEC*

The Organisation for Economic Co-operation (OEEC) was constituted in Paris in 1948 by a group of European countries.⁹ A group of experts was soon convened to define a system of national accounts, in order to assist in comparing the economies of the OEEC countries. A number of meetings took place in Cambridge as early as 1949, coordinated by Richard Stone. A memorandum on the subject was then published in 1951 by the OEEC. Economic activity is described by distinguishing the rest of the world and three domestic sectors: enterprises, government agencies and households, which include private non-profit institutions (OEEC, 1951, p. 17). The sector enterprises includes the central bank, other banks and the Post Office Savings Bank. Each sector has a current account, with entries such as current sales, compensation of employees and taxes. A gross saving and investment account is defined, under the name of Resting Account. There is a single Resting Account for the whole economy, as it is suggested that:

In practice [...] it is frequently found that little information is available about the lending and borrowing activities of the domestic sectors with one another or, individually, with the rest of the world (OEEC, 1951, p. 14).

In other terms, financial accounts by sector were still premature in Europe in 1951.¹⁰ Borrowing and lending between domestic sectors is acknowledged, but not explored.¹¹

⁹ The OECD, Organization for economic Co-operation and Development, became the successor of the OEEC in December 1960. The OECD had an enlarged mandate, and its members were western European countries as well as the US and Canada. Participation in the OECD was extended to other countries in the following years.

¹⁰ In the United States the situation was more advanced, thanks to the work done by Morris Copeland for the NBER. A synthesis of Copeland's work on *money flows* had already been published in 1947 (Copeland 1947). More details are available in the article presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco.

¹¹ A few years later Richard Stone led another group of experts, working for United Nations. In 1953 *A System of National Accounts and Supporting Tables* was published. The project was more ambitious, as for each of the same three domestic sectors of the OEEC System of 1951 there was now a capital account (*Capital Reconciliation Account*).

In 1960 the OEEC published a volume on money and credit across sectors, in which the integration between finance statistics and national accounts was achieved to some extent. The volume was entitled “*Statistics of sources and uses of finance, 1948-1958*”, and was designed by Robert Triffin and Geer Stuvell. The accounts were presented in two separate tables for ‘banks’ and ‘domestic non-bank sectors’.

A systematic analysis of the published tables leads to the conclusion that the important OEEC project was only partly fulfilled. For example, in Austria the domestic non-bank sector is subdivided, as required, into three sectors but the data are all from the income accounts.¹² Data on banks are not provided. A similar situation applies to many other countries. The countries that provide broad financial information are just four: France, Germany, Italy and Norway. But, even for these few countries, the usefulness for comparative purposes of the data presented is doubtful. For France we do not have banks and non-banks but ‘financial institutions’ and ‘other domestic sectors’. For Italy the non-bank sub-sectors are just two: ‘central government’, ‘local government, enterprises and households’. In Germany the non-bank sector is split into two sub-sectors, but they are ‘central and local government’ and ‘enterprises and households’. Only in Norway are the subdivisions of the non-bank sector the required ones. Moreover, the periods provided do not overlap very much. For example, for the table on non-bank sectors we have: France 1954-57, Germany 1952-58, Italy 1955-58, Norway 1953-56.

The merging of corporations and households into one sector in this publication cannot be considered satisfactory. As a first point it is in contrast with the attempt made in 1951 by the OEEC to produce a system of national accounts. Secondly, in the Technical Appendix to the volume, the compilers show uneasiness on the issue:

It would clearly have been desirable to have [the sector enterprises and households (E.H.)] further subdivided into enterprises on the one hand and households on the other. [...] Unfortunately, at the present stage of statistical development this cannot be done, except perhaps for one or two countries. In particular, information on lending and borrowing between enterprises and households is, for practically all O.E.E.C. countries, almost entirely lacking, or at least far from

¹² The three sectors are: ‘central government’, ‘local government’, ‘enterprises and households’.

complete. As a matter of fact the entries of in the E.H. column in Table 2 have in good many cases been arrived residually (OEEC, 1960, p. 157).

The last sentence suggests that the tables presented were basically a rearrangement of existing statistics on balance of payments, banks and government finance.

3.1.2 *Exchanges of ideas at the BIS*

The Annual Reports of the Bank for International Settlements make it possible to follow the evolution and diffusion of economic ideas on monetary matters and the supporting statistics. As the governing council of the BIS was largely composed of governors of central banks, we can assume that the Annual Report of the BIS influenced the opinions of officials in national central banks, and that it incorporates some of the reactions of national central bank staff. In the following we summarise about a decade of BIS Annual Reports for the parts concerning our topic.

The Annual Report published in 1950 shows attention to macroeconomic concepts and to the use of financial statistics beyond banking statistics. For the United Kingdom we have information on savings by three domestic sectors (households, corporations and the public sector) and aggregate domestic investment over the years 1947-1949 (p. 66). For corporations Germany presents both investments and some details on financing ('capital markets', 'medium and long term credit from financial institutions', p. 69). Information on trade credit is provided for eight European countries (p. 187). For Belgium and France the relative importance of bank credit and trade credit is commented upon. For Italy there are two tables on money funds received by the central government and the rest of the domestic economy (years 1947-1949). The first table contains the credit which the banking system granted; the second table adds the funds obtained on capital markets (pp. 191-192).

In the Annual Report of 1951, the credit given by British banks to the private domestic economy is presented for two sectors: 'industry and commerce', 'financial institutions and households' (p. 185).

In the Annual Report of 1952, the Italian table on money funds supplied is rearranged and gives additional detail.

In the Annual Report of 1953 a section on the financing of investment appears which explicitly refers to the *General Theory* of

Keynes. It is suggested that in the post-war economy a high rate of saving will be necessary (pp. 37-39). For the United States there is a table in which the financing of investment by corporations is detailed into three sources: 'retained earnings and depreciation', 'long term credits' and 'net short term credits'. The last item being short term credits netted of liquidity invested in treasury bills (p. 172).

In the Annual Report of 1954 the importance of high domestic savings for a robust economic expansion is stated once again (p. 50). The attention is then brought to personal saving and there is a long section on saving accumulated through insurance companies. The increase in the reserves of life insurance companies is studied for four countries: Belgium, the United Kingdom, Switzerland and the United States. A comparison is then made with the accumulation of other types of financial assets. This shows that contractual saving is about one third of financial saving in Belgium, Switzerland and the United States. In the United Kingdom, in 1952, only contractual saving made a positive contribution to financial saving (p. 56). Insurance companies represented instead just 5 per cent of financial saving in Germany, Italy and France.

In 1957 the structure of the Annual Report is revised. It now has a chapter on economic expansion and savings, which contains new ideas. There is in fact an introduction to some concepts of financial accounts and to their links to accumulation accounts. It is then stated that the study of savings and investment is greatly helped by subdividing the domestic economy into sectors. The list of sectors suggested is: central government, local government, private companies, public corporations, and the personal sector.¹³ A link is also made between the financial surplus of a sector in a period and the increase in its financial assets at the end of the period (p. 34).

The most complete partitioning into sectors of national income accounts is that of the United Kingdom (p. 35). However, the table given has savings data for five UK sectors but investment only for the whole domestic economy. The BIS staff then takes a very courageous step and presents its own estimates of savings and investment by sector for the United Kingdom (p. 40).

For Germany we have savings, capital transfers and investment for three domestic sectors (government, enterprise and households) and a

¹³ We note that the financial sector does not appear in this ideal list.

breakdown of the financial surplus into six categories of financial instruments (p. 51). This table on Germany is thus an important step towards modern financial accounts.¹⁴

Regarding the Netherlands we have a table of savings and investment by sector with four sectors: 'central government', 'local government', 'institutional investors and capital markets', 'enterprises and households' (p. 60). Interestingly enough, we have two different estimates of the financial surplus of each sector, a cash figure and an income account figure.

In the Annual Report of 1958 new financial information is available for France. We have four sectors (households, enterprises, government and financial institutions) and the financial surplus is divided into several categories (p. 37). A reference is also made to the *flow of funds* statistics in the United States, and some data are presented (pp. 52-53).

In the Annual Report of 1960 there is new information on Germany. Financial institutions appear as a separate sector and this is further subdivided into three sub-sectors ('banks', 'insurance companies' and 'building societies') (p. 84).

In 1961 the previous table on the United Kingdom is discontinued, and a new table is presented on the private sector. This sector includes households and companies (p. 72).

In the Annual Report of the BIS of 1962 there is again a section dealing with financial accounts, similar in content to that of the previous year. After 1963 no tables on financial accounts appear in the Annual Report of the BIS.¹⁵

3.1.3 Contributions by the IMF

The thinking at the IMF on financial accounts is documented in a number of articles that appeared in the IMF Staff Papers in the mid 1950s. The first article is that of Dorrance, a Canadian economist working in the Statistics Division of the IMF, in 1955. He acknowledges that his ideas on the subject originate in large part from a privately circulated paper of three

¹⁴ Some parts of the table are still very condensed however.

¹⁵ There is renewed interest in financial accounts in 1970, but no comment is offered on the silence on the subject over several years.

Dutch authors (Lips, Schouten and Bosman). The article also incorporates comments by Professor Sayers.¹⁶

Dorrance suggests using the term “financial account” of a sector for the sources and uses of funds arising from “borrowing and lending” and the “purchase and sale of financial obligations” (Dorrance, 1955, p. 319). And he proposes that the economy be divided into seven sectors: households, enterprises, public corporations, local governments, central government, foreigners and monetary system. He then comments on the absence of the monetary system in SNA 53 in this terms:

If only national income accounts are considered, the monetary system is not especially important. If, however, the development of additional forms of social accounting are considered, the monetary system immediately assumes enormous importance because of the relative size of its activities in asset transfers and because the purposes for which the monetary system holds assets are so different from those of any other monetary sector. (Dorrance, 1955, p. 320)

Dorrance then focuses his attention on the difference between the savings and investment of a sector, as this gives a measure of the financing that it provides to other sectors (Dorrance, 1955, p. 321). His suggestion is to study the lending of each sector to each other sector.

This article by Dorrance anticipates what is nowadays called *from-whom-to-whom* reporting. However it is suggested in its crudest form, with all transactions with another sector lumped together. In his list of sectors, the suggestion to isolate the monetary system can be considered as a first step towards a financial institutions sector.

The interest in financial accounts remains alive at the IMF and in 1956, as an appendage to the Annual Meeting of the Board of Governors, an informal session was arranged on “Recent Development in Monetary Analysis”. The papers presented at the session were published in the following year. The first paper is by Marius W. Holtrop, Governor of the Netherlands Bank. It presents a study of the economy considering five sectors and focuses on the most liquid financial instruments (money, bank deposits and treasury bills). The second paper is by Paolo Baffi, then economic adviser to the Bank of Italy. It presents a statement on the flow of savings and the money supply. It is a scheme which provides limited information on sectors, but in which all financial instruments are

¹⁶ Professor Sayers was to be a member of the Radcliffe Committee (1957-59).

considered.¹⁷ The third article is by Ralph A. Young, director of the Division of Research and Statistics at the Fed, and describes the *Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts*. The article is short on technical detail, but gives considerable space to comments on the quarterly data on the consumer sector and the business sector.

In a fourth paper, Earl Hicks, of the Research and Statistics Department of the IMF, gives an overview of various possible types of monetary analysis, linking them to the production of specific groups of statistics. In the section *Matrices of Intersector Finance* it surveys some still unresolved problems, especially the integration of national income accounts and financial accounts. The article has a very lengthy Appendix which covers 41 countries.¹⁸ For each country we have at least a table on monetary or financial statistics; however the formats of the tables are very heterogeneous (Hicks, E., 1957).¹⁹

3.2 *International conferences*

In this section we review the contributions made by some European economists and statisticians in international conferences in the late 1950s. These conferences can be seen as a prelude to a major revision of the United Nations manual on national accounting and as contributing to improvements in national compilations practices. An article by the Canadian economist Dorrance is also referred to, as it gives a snapshot of the national formats of financial accounts in Europe in 1959-1960.

3.2.1 *IARIW, 1957*

Bjerve and Selsjord, of the Central Bureau of Statistics of Norway, wrote the article “Financial Accounting within a System of National Accounts” for a conference organised by the International Association for Research in Income and Wealth and held in the Netherlands in 1957. The authors discuss how to develop a comprehensive system of accounting that integrates traditional national accounts, financial variables and statistics on

¹⁷ The article by Baffi is considered at great length in the article presented to this conference by De Bonis and Gigliobianco.

¹⁸ The Appendix was prepared by Dorrance and Aubanel.

¹⁹ Both Dorrance and Earl Hicks continued to work on sector finance accounts in the following years. Dorrance wrote on financial balance sheets. Earl Hicks participated in the Expert Group charged with writing SNA 68. Other economists at the IMF were also interested in these topics (Polak, 1959).

money and credit. Their suggestion is to develop systematic sector accounts on financial transactions. The complete system would be made up of five accounts for each sector: (a) an income account; (b) a real capital account; (c) a financial capital account; (d) a revaluation account for financial capital; and (e) a revaluation account for real capital (Bjerve and Selsjord, 1959, pp. 63-65).

Bjerve and Selsjord suggest a system with seven domestic sectors: (a) public administration; (b) financial institutions; (c) public productive enterprises; (d) private corporations; (e) private non-corporate enterprises; (f) wage and salary earners, pensioners, etc.; and (g) non-profit-making organizations (Bjerve and Selsjord, 1959, pp. 69-70). Then they suggest distinguishing five types of financial transactions: means of payment, discountable objects, marketable objects, non-negotiable objects, and other financial objects.

The last part of the article gives a summary of the work done in Norway that had led to figures published in 1955. This accounting system was much simpler, with four sectors (public administration, financial institutions, other domestic sectors, and rest of the world).

3.2.2 *IARIW, 1959*

Denizet, a French economist, presented a paper in 1959 which discusses several technical problems to be solved before starting the compilation of financial accounts: (1) conceptual framework; (2) valuation; and (3) coordination between financial accounts and national accounts. Under the first heading, Denizet discusses the principle of homogeneity of behaviour. This leads to the need to create a sector of financial intermediaries (Denizet, 1961, p. 67). The same principle of homogeneity of behaviour brings him to discuss the desirability of two further breakdowns of non-financial corporations: (a) by legal characteristics; and (b) by size. On financial transactions, Denizet criticises the idea of having only a matrix of financial dependence across sectors (Denizet, 1961, p. 75), and prefers a long list of financial transactions.

A long section of the article is devoted to the problems of data collection. Denizet seems sceptical about the possibility of overcoming the practical difficulties as both companies and households are very hesitant in disclosing information on their financial affairs (Denizet, 1961, p. 97).

3.2.3 *Conference of European Statisticians, 1959*

Another article that led the way to the United Nations' *System of National Accounts* of 1968 is that of Poul Høst-Madsen, a Danish economist working at the IMF. The article had been prepared for the *Expert Group on Statistics and Changes in Financial Assets and Liabilities*, in the *Conference of European Statisticians* held in Geneva in February 1959.

The article discusses the integration of sector finance accounts and national income statistics. To clarify the main issues, Høst-Madsen uses an indirect approach. In the first place he links national income statistics to the balance of payments, and then connects financing statistics and balance-of-payment concepts. This allows him to discuss the consolidation of sector accounts in national accounts, and to draw a similarity between foreign assets in the balance of payments and inter-sector claims in financing accounts.

He makes a lucid contribution on sectoring. According to Høst-Madsen, the economy can be divided into two types of sectors: (a) those whose major activity is the production of goods and services; (b) those whose major activity is the creation of financial assets for other sectors and the acceptance of liabilities of other sectors. The traditional division of sectors in national income statistics is functional rather than institutional, i.e. the sectors are chosen by type of activity rather than as groups of economic decision-making units. In financial statistics the sectors are instead usually defined institutionally. Høst-Madsen then points out that to integrate financing statistics with national income statistics, the sectoring of the two parts of the system must be coordinated beforehand (Høst-Madsen, 1960, p. 341).

3.2.4 *Conference on Research in Income and Wealth 1959*

In a conference organised by the NBER in 1959, Dorrance surveys financial accounts in countries other than the United States and Canada. His list of financial accounts published by official national organizations contains nine European countries: Finland, France, Germany, Italy, the Netherlands, Norway, Sweden, the United Kingdom and Yugoslavia. Dorrance suggests classifying these statistics according to various criteria. He presents the results with a neutral tone, but problematic areas emerge especially for international comparisons. For example, we note that businesses and individuals appear as two sectors in some statistics (France,

Germany, the Netherlands, and the United Kingdom) but as one combined sector in other cases (Finland, Italy, the Netherlands, Norway, and Sweden).²⁰ Similarly in some cases there is a separate financial institutions sector (Italy, Norway, Sweden, and the Netherlands), and in other cases there is not (Finland, Germany, the Netherlands, and the United Kingdom) (Dorrance, 1962).

3.3 *The main features of SNA 68*

We have shown above that in the late 1950s and early 1960s the statistics on sector financing were very far from being homogeneous across countries. But we have also documented the rich exchange of views that was going on at the international level, both in institutions and through conferences. These discussions culminated in the revision of the *System of National Accounts*, coordinated by the United Nations in the mid 1960s and published in 1968.

One of the new features of SNA 68 was the introduction of much expanded financial information. Moreover the framework provided a way to integrate financial information with data on production, income and capital formation. SNA 68 also contains a complete view of the process by which the economy moves from its position at the beginning of the period (opening balance sheet) to its position at the close of the period (closing balance sheet).

The many discussions we have seen before on sectoring and the classification of financial assets, the opinions of the Expert Group created by the United Nations,²¹ and the comments on the draft of SNA, such as those made in a conference held in 1966,²² were condensed into this list of institutional sectors and sub-sectors:

1. Non-financial enterprises, corporate and quasi-corporate:
 - a. private enterprises
 - b. public enterprises

²⁰ In that period two sets of financial accounts were prepared in the Netherlands by two different institutions. The two data sets diverged in many respects.

²¹ The chairman of the Expert Group was Richard Stone. The Group included Earl Hicks, of the Statistical Bureau of the IMF.

²² The classification of financial claims in the draft of SNA was not the same as that agreed for SNA 68. For example the financial liabilities of firms were grouped in "corporate debt and equity", and for households there was the item "consumer credit" (Tice, 1967).

2. Financial institutions:
 - a. the central bank
 - b. other monetary institutions
 - c. insurance companies and pension funds
 - d. other financial institutions
3. General government:
 - a. central government
 - b. state and local government
 - c. social security funds
4. Private non-profit institutions serving households
5. Households, including private non-financial unincorporated enterprises

The transactions in financial claims were classified in this way:

1. Gold
2. Currency and transferable deposits
3. Other deposits
4. Bills and bonds, short-term
5. Bonds, long-term
6. Corporate equities, including capital participations
7. Short-term loans n.e.c.
8. Long-term loans n.e.c.
9. Net equity of households in life insurance reserves and in pension funds
10. Proprietors' net addition to the accumulation of quasi-corporate enterprises
11. Trade credits and advances
12. Other accounts receivable and payable
13. Other

SNA 68 also contains a very ambitious table, which suggests a more detailed breakdown of financial transactions by adding, in some cases, additional dimensions: national/foreign currency; domestic/non-resident sector; cross classification by institutional sector; quoted/unquoted shares (pp. 199-200).

In summing up this section, we note that the new parts of SNA 68 on financial transactions were the outcome of more than a decade of discussions and permitted the achievement of three ambitious results:

- (a) a unified system that integrated income accounts and financial accounts;
- (b) institutional sectors that were meaningful for different types of economic analysis;
- (c) a clear articulation of financial transactions.

At this point a rapid convergence of the national schemes on sector financing towards a unified scheme could have been expected. However, as we will see in the next section, this did not occur in Europe for quite a long time.

4. The delayed convergence

4.1 OECD Financial Statistics

The OECD was quick in taking up the new opportunities offered by SNA 68 for international financial statistics. In 1967 it created a group of official statisticians from member countries to devise a regular publication on financial statistics. This group of experts adopted the structure of SNA 68; however a number of simplifications were made in the model table that countries were asked to compile.

The link with income accounts was obtained through a table on capital operations, with information on non-financial transactions (gross saving, gross physical investment, capital transfers) and on financial transactions (net financial saving, financial assets, indebtedness). The list of financial instruments was similar to that of SNA 68. However, for sectoring we have a level of aggregation that considerably reduced the potential uses of financial accounts. In fact, under 'other financial institutions' we have two SNA 68 sub-sectors: 'insurance companies and pension funds' and 'other financial institutions'. And the sector 'others' groups together three sectors of SNA 68: 'non-financial enterprises', 'households' and 'private non-profit institutions serving households'. As regards the reasons for both aggregations, we have to live with the following general statement:

The process of standardizing the concepts and the methods of calculation and presentation has been carried as far as it seemed possible to go without blurring the distinctive institutional features of each country (OECD, 1970, pp. 9-10).

The statement is surprising, as one would have expected that the general definitions of SNA 68 would have been applicable to all countries. On the other hand the OECD publications were successful in many respects:

- a. they were the outcome of a great effort of coordination;
- b. they presented tables that had had a limited circulation before;
- c. the publication was in two internationally widespread languages, English and French.

If we go into the detail of what was published for individual European countries, we have both positive and negative elements. Frequently the positive thing is that the detail of a country is more than that required in the model table, but, on the other hand, international comparisons become harder. For Germany on the positive side we have a breakdown of other financial institutions (OFIs) into 'insurance companies' and 'building and loan associations'. Another positive element is the breakdown of the sector 'others' into 'business except housing', 'housing', 'and households'. Unfortunately, the separation of building activity is a feature of Germany alone, and the chosen statistical treatment leads to fictitious capital transfers from 'households' to 'housing'. Furthermore the business sector is not defined according to SNA 68, as it contains all types of enterprises. For Spain the sector 'others' is divided into two parts, but these are 'public enterprises' and 'private sector'. For France OFIs are divided into: 'Caisse des Dépôts' and 'OFIs'. We have some very limited information on enterprises and households, as data on securities are grouped together. For Italy the sector OFIs contains only 'special credit institutions' and the sector enterprises is a mixture of financial and non-financial enterprises. Moreover households' medium and long-term loans are considered as indebtedness of enterprises.

Information on the three sub-sectors of the sector 'other' is available for Norway only for holdings of bonds and shares. For Finland the sector 'others' has no further subdivision. For the Netherlands there is a unique residual sector 'others' and it also contains some financial institutions. For the United Kingdom the sector OFIs is just one sector. On the other hand we have more detail on 'Others': public corporations, private companies, personal sector. In this case, along the lines of SNA, unincorporated business is in the personal sector.

If we add the availability of some financial accounts information on Yugoslavia, we have the complete list of European countries that contributed financial accounts data to the OECD in 1970, which makes a total of nine countries. The list almost coincides with that in the survey of Dorrance, which was updated to 1960.²³

The timeliness of the data was still modest: only two countries gave data as recent as 1969 (Germany and the United Kingdom), five others gave data on 1968 (France, Italy, the Netherlands, Finland, and Yugoslavia), the remaining two gave earlier periods (Norway 1967, and Spain 1966).²⁴

4.2 *Two textbooks on financial accounts*

To the best of our knowledge, the first two textbooks to make extensive use of financial accounts appeared in the mid-1970s. The topic of both books is the British financial system. In both cases the work done by the OECD in collecting financial accounts data was used for international comparisons. These textbooks were a milestone in the diffusion and use of financial accounts.

The first book to appear was that by Sandra Mason, an economist teaching at the London Business School. The book is intended as an introduction to financial markets and is based on the framework of financial accounts. To start with, the groups of users of the financial system are presented: individuals, commercial and industrial companies, financial companies, the government, and the overseas sector. Then the markets in different financial instruments are described: bills and deposits, loans and mortgages, securities, and life insurance funds. Finally financial institutions are studied in more detail, to arrive at a complete picture of the British financial system.

Very interestingly, an entire chapter is devoted to comparisons with other countries, using data collected on current flows of funds. Seven countries are studied: four European countries (France, Germany, the Netherlands and the United Kingdom) and three other countries (the United

²³ In Dorrance's survey Sweden was included. In the 1970 OECD Financial Statistics it was not, but Spain was.

²⁴ SNA 68 was the basis for the first two editions of the European System of National Accounts (ESA), published respectively in 1970 and 1979, which provided the basis for a collection of financial accounts data on flows by Eurostat. However the circulation of this collection of data was more limited than that of the OECD.

States, Canada and Japan). To investigate the importance of the financial system in each country, total new borrowing is compared with total sources. A first conclusion reached is that, in the years ending in 1972, the contributions of the financial system had been particularly important in the United Kingdom and Japan. Instead in Germany savings had been very high (Mason, 1976, p. 166). Mason also studies the relative importance across countries of different sectors in borrowing and lending.

In Mason's opinion international comparisons are useful to isolate the special features of the UK financial system (Mason, 1976, p. 165). This line of reasoning is equivalent to stating that the comparability of financial accounts produced in different countries is important from a national point of view as well.

The second textbook is that written by Christopher Johnson, an economist who had been working as a journalist for the *Financial Times*. The book has a chapter for each of the main sectors of the UK economy: the personal sector, industrial and commercial companies, the banking sector, other financial institutions, the public sector and overseas. Most of these chapters end with international comparisons.

Johnson is aware of the limited comparability of the financial statistics collected by the OECD, but this does not prevent him from using them.²⁵ On households, he looks at data on five countries: the United Kingdom, Germany, France, the United States and Japan. For the three European countries, the net acquisition of financial assets by households, as a percentage of disposable income, was highest in Germany (12.4 per cent) in 1974. Both the United Kingdom and France had much lower levels (respectively, 7.3 per cent and 5.2 per cent).

Industrial and commercial companies are compared for the same countries. Johnson also considers self-financing ratios, obtained as undistributed income including depreciation as a percentage of capital expenditure. In 1973 self-financing ratios were much higher in the United Kingdom (95 per cent) than in the two other European countries (France 75 per cent, Germany 68 per cent). And a similar pattern holds true in the years 1970-72. As a result of lower self-financing ratios, industrial sectors

²⁵ When examining the data on households, Johnson expresses this opinion: "Each country does its statistics in a different way, and it is impossible to put them on an identical basis for comparison purposes. But the figures are sufficient to demonstrate enormous divergence in saving habits and trends between countries which are so often lumped together as examples of 'advanced industrial civilisation'." (Johnson, 1976, p. 31).

in countries other than the United Kingdom took on a larger amount of corporate debt, in the form of bonds or long-term bank loans. This was confirmed by balance-sheet figures. Johnson then discusses the suggestions that Britain should change the structure of its corporate finance, towards a continental model with higher investment and persistent industrial and commercial sector financial deficits. He is in favour of such a development but considers it unlikely owing to the difficult labour relations in the United Kingdom in that period (Johnson, 1976, p. 61).

4.3 *Conference at the Bank of France, 1977*

The uses of financial accounts in central banks were discussed in a meeting organised by the Bank of France in 1977. The topic to which most space was devoted was that of financial forecasts. Below we give details on the Western European countries which took part in the conference.²⁶

In Belgium the financial deficits of the main sectors were estimated, thus the total debt in the economy was obtained. As this corresponds to total financial saving, estimates were then made of its likely distribution among different categories of financial assets. The forecasting exercise permitted a picture to be obtained of the relative importance in the medium term of financing through banks and through financial markets (Lambert and Verplaetse, 1978).

In Finland it was thought that “the main benefit from flow-of-funds has no doubt come from its use as a background framework in forecasting framework”. The starting points of a forecast were business inquiries and other appraisals of economic data. Then the elements of the forecast were incorporated in the flow-of-funds framework, and the general consistency of the forecast was assessed. The procedure continued with some rounds of iteration. Emphasis was on sectoral behaviour as regards liquidity and indebtedness ratios. A figure for credit expansion was one of the main outcomes of the final financial forecast (Kostiainen and Korhonen, 1978).

In France there were still many problems in the coordination of national accounts and financial accounts, as they were produced almost simultaneously by two different institutions, and published without any effort at reconciliation to avoid delays. Other problems were that financial accounts had shorter back data and that quarterly financial accounts had

²⁶ Two papers on Yugoslavia and Czechoslovakia were presented at the Conference. Only that of Yugoslavia was related to financial accounts.

been prepared only on an experimental basis. The outcome of these various factors was that in official documents there was a preponderance of national income projections over financial projections (Alvernhe and Ponsot, 1978).

A part of official economic forecasts was produced in the United Kingdom by the Treasury and the Bank of England using the framework of financial accounts. The procedure relied largely upon informed judgement; however it had “the merit of imposing internal consistency upon the forecasters and of helping them to identify possible points of pressure in the financial system.”

An initial set of interest-rate assumptions was fed to the first round of the national income forecast. The national income forecast gave the starting data for the financial forecast of the surpluses and deficits of each sector. Separate forecasts were made of the public sector borrowing requirement and of external capital flows. The main outputs of the forecast were: (1) the financing and liquidity positions of the private sector; and (2) the domestic financing of the public sector (Hewitt, 1978).

As can be seen, the uses of financial accounts in some central banks in Europe in the mid-1970s were sophisticated and time consuming.²⁷ Although they shared a similarity of intent, these uses did not require harmonised financial accounts across countries.

4.4 *The bleak 1980s*

We do not have much to say on the convergence towards a common accounting standard in the 1980s in Europe, except perhaps that harmonisation of financial accounts in most countries was not a national priority.

The remarks that Philip Turnbull, senior statistician at the Central Statistical Office, made in 1993 on UK experience apply probably to other countries as well. According to Turnbull the UK system was both unique and not readily adaptable to the international standards of SNA. The reasons he gives for this situation are two: (1) the establishment of the system before the international systems were agreed; and (2) the desire to link the system to important UK policy aggregates, such as the money

²⁷ The same remarks apply to financial forecasts made in Italy in those years, in which the focus was on the Treasury, non-financial corporations and households (Fazio, Cotula and Lo Faso, 1975).

supply and the public sector borrowing requirement (Turnbull, 1993, p. 111).

On the other hand compilers of financial accounts continued to work on definitions and methodological issues, and several advances were made at the national level.²⁸ To name a few: the division between non-financial enterprise and households in Spain; and the detail of “insurance companies” and “other financial institutions” in France and Italy. Moreover, additional European countries produced financial accounts and sent them to the OECD: Belgium, Portugal and Sweden.²⁹

4.5 *Eurostat and the drive to harmonise*

In the years after the signing of the Maastricht Treaty the interest of European countries in each other increased considerably, and national agendas were modified to take an international dimension into account. In the words of Turnbull:

In recent years, greater international cooperation and integration in economic matters, including developments in the European Community, have raised the importance of using international standards and classifications in the UK accounts. (Turnbull, 1993).

This change in national agendas gradually led to noticeable benefits in the field of financial statistics and financial accounts. Eurostat played an important coordinating role in this process.

ESA 95 was drawn up between 1992 and 1995, to produce an interpretation of SNA 1993 that would make it more operational. The chapters dealing with financial accounts were drafted and discussed in the Financial Accounts Working Party (FAWP) of Eurostat, in which experts from all the Member States participated. Representatives of the European Monetary Institute, the precursor of ECB, also took part in the meetings.

²⁸ As innovations in financial markets are frequent, a heavy burden on national compilers is that of being constantly faced with new issues. Each of them going through various stages: conceptual analysis; revision and extension of primary statistics; validation and incorporation of the more detailed primary data in the general framework.

²⁹ This information is derived from the methodological notes of the OECD published in 1992. This was the last year in which the methodological notes appeared. At the end of the 1990s, for a variety of reasons, the activity of the OECD in the field of financial accounts was considerably curtailed. After some reorganisation, the OECD is now again active in the field.

ESA 95 was adopted in 1996 as an EU Council Regulation. It has two annexes: one is a methodological manual; the other has important practical implications as it contains the precise format of the tables to be transmitted, the first year of transmission, the transmission lag, the length of back data, and country derogations. As a Council Regulation is legislation that applies directly to member states, it required the EU countries to do substantial statistical work to redefine elementary data sources and revise their estimation procedures. The ESA 95 Regulation significantly accelerated the move towards harmonised financial accounts in Europe.

The work done at Eurostat in recent years was not restricted to the collection of financial accounts data from countries. An important event was the publication in 2002 of the “Manual on Sources and Methods for the compilation of ESA95 Financial Accounts”. The Manual addresses issues related to the practical compilation of annual financial accounts. It lists detailed sources by sector and financial instrument, and gives recommendations on how to deal with difficult issues. In this way it renders a service to several groups of people:

1. economists using financial accounts data, who obtain a better grasp of the content of data and are informed on the existence of opaque areas;
2. current compilers, who have approved recommendations that complement the ESA 95 Manual;
3. statistics committees in institutions, which have a list of areas in which further progress is required;
4. trainees in financial statistics.

The *Manual on Sources* was thus a major step in increasing transparency in the compilation of statistics in the financial field.³⁰

After the publication of the *Manual on Sources*, it was agreed to do additional methodological research on unquoted shares, an area in which the quality of the data produced seemed uncertain and the comparability across countries questionable. In May 2002 work in this area started, with the first meeting of the Working Group on Unquoted Shares (WGUS). This was followed by various activities, including a questionnaire on current

³⁰ An additional important feature of the *Manual on Sources* is that it contains methodological information on the then Candidate Countries. These countries at the time did not have an obligation to send data, but were building up their systems.

methodologies, theoretical discussion and the collection of relevant data on quoted companies in some countries. In May 2003 the WGUS was able to submit new proposals to the FAWP, summarised in fourteen recommendations. The basic idea was that of a pan-European data base of aggregate data on quoted companies, grouped in 11 branches after the exclusion of the largest quoted companies. This would have produced reference values to be used in the valuation of shares of unquoted companies. The approach was flexible, as countries were allowed to adopt just a few of the recommendations.³¹ Refinements to the basic ideas took place in 2003. The collection of data, with participation on a voluntary basis, for the pan-European data base started in 2004.

Another important element has been the cooperation between Eurostat and the ECB. The first interactions took place when ESA 95 was being prepared. The cooperation has continued since then, with benefits for the work programs of the two institutions and those of member states as well.³²

5. Conclusion

In this essay we have seen that studies made by some economists in the 1930s on the mechanisms by which aggregate investments are financed have led over time to an enlarged analysis of the financial position of the business sector: flows of various classes of financial liabilities, the stock of debt, and the stock of short term liquid assets. As each financial liability of the business sector is an asset of another sector, this has also led to the necessity of understanding the financial behaviour of other sectors: banks, other financial institutions and households.

The interest of some economists in the credit flows across sectors would have remained frustrated if a number of public bodies had not

³¹ The main ideas developed in the WGUS are presented in Durant and Massaro (2004).

³² For some years now the ECB has been considering the possibility of compiling a full set of quarterly financial accounts for the euro area. The EMI had already shown interest in financial accounts, but it became apparent “that, at least for some time, a full set of financial accounts for the euro area in the detail laid down in the ESA 95 would not be possible” (Bull, 2004, p. 109). So it was decided to develop partial financial accounts of the euro area. This led to the creation of the Monetary Union Financial Accounts Task Force, with the mandate of defining an intermediate product and collecting the relevant data. The outcome of this work are the Tables of Financing and Investment, which appear regularly in the ECB Monthly Bulletin. In this field further improvements are to be expected (Bull, 2004, p. 209, p. 221).

started to collect appropriate sets of financial statistics. For many years the data on financial statistics in each country had their own peculiarities. However the exchange of views in international fora contributed to frequent revisions of the methods of preparing and presenting national data in the late 1950s and early 1960s. The discussion of statistical concepts came to a head in 1968, when an international reference system of accounts emerged. However the convergence towards a uniform system of accounts across countries was very slow.

In Europe a uniform system of accounts was widely applied in each country only at the end of the 1990s. However, taking into account the absence for a long time of a strong form of coordination, the building up of financial accounts in Europe has certainly been a success story. We have in fact witnessed enormous progress in:

- (1) coherence;
- (2) clarity of concepts;
- (3) accessibility of data.

The European Monetary Union poses new challenges for these statistics:

- (1) aggregation;
- (2) intra-area consolidation;
- (3) timeliness;
- (4) quarterly frequency.

The adoption of the ESA 95 formats across countries solves the problem of aggregation for most sectors. But intra-area consolidation will require much work.

As regards timeliness and quarterly frequency, some euro-area countries are more advanced than others. And their practical expertise is likely to prove beneficial for other countries as well. But one has to keep in mind that both timeliness and quarterly frequency are crucial for the effective use of financial accounts as a tool for monetary policy decisions.

Financial accounts will however keep a national dimension in certain analyses, for example to follow the evolution over time of insurance and pension funds or to study the diversification of households' portfolios. For

these analyses, the comparability of financial accounts over time remains an unsolved issue for most European countries.

Illiquidity risks and over-indebtedness were problems at the heart of the reflections of a handful of economists in the 1930s, but no adequate statistical support was then available. In the post-war era the BIS and the Radcliffe Committee, as well as other public bodies, encouraged the development of sector financial accounts. In a framework in which active economic policies to stimulate economic growth were pursued, the monitoring of finance flows across sectors would have permitted a better design of these policies. Now we seem to have come full circle, as the slowdown in the euro area in recent years may bring to the fore analyses of the financial stability of sectors.

REFERENCES

- Alvernhe, J. and J.-F. Ponsot (1978), "L'utilisation des tableaux d'opérations financières pour l'élaboration de la politique économique: le cas français", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Baffi, P. (1957), "Monetary Analysis in Italy", *IMF Staff Papers*, February, BIS, *Annual Report*, various years.
- Bjerve, P.J. and M. Selsjord (1959), "Financial Accounting within a System of National Accounts", in Goldsmith and Saunders (eds.) (1959).
- Bull, P. (2004), *The Development of Statistics for Economic and Monetary Union*, ECB, Frankfurt.
- Committee on the Working of the Monetary System (1959), *Report*, Her Majesty's Stationery Office, London.
- _____ (1960), *Principal Memoranda of Evidence*, Volume 3, Her Majesty's Stationery Office, London.
- Copeland, M.A. (1947), "Tracing Money Flows through the United States Economy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May.
- Denizet, J. (1961), "Les problèmes techniques posés par l'établissement des comptes d'opérations financières", in Phyllis Deane (ed.) *Studies in Social and Financial Accounting, Income and Wealth: Series IX*, London, Bowes & Bowes.
- Dorrance, G.S. (1955), "Financial Accounts in a System of Economic Accounts", *IMF Staff Papers*, February.
- _____ (1962), "Financial Accounts in Countries other than the United States and Canada", *Studies in Income and Wealth*, Vol. 26, *The Flow-of-Funds Approach to Social Accounting*, NBER, Princeton, Princeton University Press.
- Durant, D. and R. Massaro (2004), "Valorisation des actions non cotées: un test à l'échelle européenne", *Bulletin de la Banque de France*, No. 124, April.
- Eurostat (1996), *European System of Accounts, ESA 1995*, Luxembourg.

- _____ (2002), *Manual on Sources and Methods for the Compilation of ESA95 Financial Account*, Luxembourg.
- Fazio, A., Cotula, F. and S. Lo Faso (1975), "A Revised Version of the Model of the Financial Sector of the Italian Economy", in A. Fazio, F. Masera and T. Padoa-Schioppa (eds.), *Econometric Research in European Central Banks*, Banca d'Italia, Roma.
- Goldsmith, R. and C. Saunders (eds.) (1959), *The Measurement of National Wealth, Income and Wealth: Series VIII*, London, Bowes and Bowes.
- Hewitt, E. (1978), "Financial Forecast in the United Kingdom", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Hicks, J. (1935), "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money", *Economica*, February.
- Hicks, E. (1957), "Monetary Analyses", *IMF Staff Papers*, February.
- Holtrop, M.W. (1957), "Method of Monetary Analysis used by De Nederlandsche Bank", *IMF Staff Papers*, February.
- Høst-Madsen, P. (1960), "The Integration of Sector Finance and National Income Accounts", *IMF Staff Papers*, April.
- Johnson, C. (1976), "Anatomy of UK Finance 1970-75", *The Financial Times*, London.
- Kahn, R.F. (1960), "Memorandum", in Committee on the Working of the Monetary System (1960).
- Kaldor, N. (1960a), "Memorandum", in Committee on the Working of the Monetary System (1960).
- _____ (1960b), "The Radcliffe Report", *Review of Economics and Statistics*, February.
- Keynes, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, in 2 volumes, London Macmillan.
- _____ (1936), "The General Theory of Employment, Interest and Money", London, Macmillan.
- _____ (1937a), "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Economic Journal*, June.

- _____ (1937b), "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest", *Economic Journal*, December.
- Kostiainen, S. and T. Korhonen. (1978), "The Use of Flow of Funds in the Conduct of Monetary Policy in Finland", *Cahiers économiques et monétaires*, No. 7, Banque de France, Paris.
- Lambert, M.-H and T. Verplaetse (1978), "Déficits sectoriels et création de monnaie", *Cahiers économiques et monétaires*", No. 7, Banque de France, Paris.
- Mason, S. (1976), *The Flow of Funds in Britain*, London, Paul Elek.
- OECD (1970), *Financial Statistics*, Paris.
- _____ (1992), *Financial Statistics, Methodological Supplement*, Paris.
- OEEC (1951), *A Simplified System of National Accounts*, Paris
- _____ (1960), *Statistics of Sources and Uses of Finance 1948-1958*, Paris.
- Ohlin, B. (1937) "Some Notes of the Stockholm Theory of Savings and Investment", I, *Economic Journal*, March.
- Polak, J.J. (1959), "Financial Statistics and Financial Policy", *IMF Staff Papers*, April.
- Sayers, R.S. (1960), "Monetary Thought and Monetary Policy in England", *Economic Journal*, December.
- Schumpeter, J.A. (1954), *History of Economic Analysis*, London, Oxford University Press.
- Tice, H.S. (1967), "Report of a Conference on the Proposals for Revision of the United Nations System of National Accounts", *The Review of Income and Wealth*, March.
- Turnbull, P. (1993), "The UK Sector Accounts", *Economic Trends*, September.
- United Nations (1953), *A System of National Accounts and Supporting Tables*, United Nations, New York.
- _____ (1968), *A System of National Accounts*, United Nations, New York.

_____ (1993), *System of National Accounts 1993*, United Nations, New York.

Young, R.A. (1957), "Federal Reserve Flow-of-Funds Accounts", *IMF Staff Papers*, February.

DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. MASSARO

*Claudio Gnesutta**

Il mio sentito ringraziamento agli organizzatori di questo Convegno per l'invito a partecipare alla discussione è doppiamente motivato; da un lato, per il piacere di contribuire, seppure in forma marginale, a una ricerca che, per ampiezza e qualità, si presenta di grande interesse e, da un altro lato, perché il lavoro di Massaro, al quale sono stato più puntualmente interessato, mi ha coinvolto in maniera particolare. Il riferimento, nelle prime pagine, al rapporto Radcliffe, a personaggi come Sayers, Holtrop, il nostro Baffi, Hicks (non Sir John, ma Earl Hicks), il trovare citato Stuvell in compagnia di Triffin, mi ha riportato a troppo tempo fa, mi ha dato un'emozione simile a quella che si prova ritrovando in età matura i giocattoli della propria infanzia. Sono i temi dei miei primi tentativi di analisi monetaria, effettuati appunto con il ricorso ai conti finanziari, allora strumento innovativo promettente. Strumento che, seppur mai trascurato, ha perso gradualmente centralità nella mia indagine; Massaro con il suo saggio ha richiamato la mia attenzione sulle ragioni di questo slittamento, sulle quali, prescindendo da riferimenti personali di scarso interesse in questa sede, intendo proporre alcune mie riflessioni, prima di tutto all'autore.

L'idea centrale del saggio di Massaro è la convinzione che i conti finanziari abbiano sostanzialmente completato il loro "ciclo del prodotto": proposta innovativa (fine anni quaranta e implementazione (compiuta con lo SNA68), armonizzazione e standardizzazione (con i passaggi dell'ESA95 e del Manuale 2002). Tre fasi opportunamente collegate ad altrettanti passaggi della teoria monetaria, della situazione economica, del quadro istituzionale della politica economica delle economie occidentali. Si tratta di una interpretazione che non ho difficoltà ad accettare, a patto di tener conto – ma non è una contraddizione, come cercherò di argomentare nelle pagine che seguono – che gli attuali schemi di contabilità finanziaria incontrano difficoltà nel dar conto compiutamente dell'attuale realtà economica.

Concordo quindi pienamente con la ricostruzione fatta da Massaro, non solo per il fatto che chiarisce efficacemente come la contabilità

* Università di Roma "La Sapienza".

finanziaria si sia affinata nel tempo e costituisca ora una importante base informativa, ma anche per aver evidenziato l'intreccio tra esigenze interpretative dei processi monetari e costruzione degli strumenti contabili e come questo intreccio si realizzi in presenza di un dibattito teorico che ne qualifica il contenuto. La riflessione di Massaro a questo riguardo è particolarmente attenta per la fase "innovativa", con le sue importanti considerazioni sul ruolo che hanno avuto i fattori storici, teorici e politici nell'avviare la costruzione dei conti finanziari: la memoria dell'instabilità degli anni trenta spinge all'elaborazione di più efficaci strumenti di analisi e di controllo monetario; l'emergente orientamento keynesiano in politica economica sollecita la costruzione di un coerente quadro di contabilità per i processi finanziari, analogamente a quanto sta avvenendo con lo sviluppo della contabilità economica nazionale per i processi di reddito e spesa; la necessità di controllo dell'economia richiede un soggetto sul lato monetario, le banche centrali, che affianchi l'azione dell'altro soggetto cui è delegata la politica fiscale. Il fatto che ciò avvenga sotto l'egida delle organizzazioni internazionali (FMI, OCSE, BRI) esprime l'esigenza di una omogeneizzazione, a livello internazionale, delle modalità di conduzione delle politiche economiche nazionali nel regime di cambi fissi appena introdotto. È significativo, a questo riguardo, il riferimento al lavoro di Stuvell-Triffin del 1958, quale lavoro propedeutico alla loro proposta, formulata nell'ambito dell'Organizzazione europea per la cooperazione economica (OECE), di un'analisi monetaria capace di integrare, in una struttura semplice, i dati della contabilità nazionale e dei flussi di fondi, per fornire un'agile interpretazione della dinamica reale-monetaria cui sono soggette economie che, in una fase di intenso sviluppo del commercio internazionale, devono evitare squilibri macroeconomici, interni ed esterni.

Sono anni in cui l'elaborazione dei conti finanziari stimola interessanti analisi su una pluralità di temi, come viene documentato con efficacia nel saggio in discussione riprendendo i contributi in sede BRI: lo slittamento di interesse dal controllo dei processi ciclici di inflazione e deflazione, alla individuazione, in una fase di accelerazione dello sviluppo, delle modalità finanziarie più adeguate per il rafforzamento del legame risparmio-investimento; l'approfondimento delle difformità istituzionali tra i sistemi finanziari nazionali e il loro riflesso sul finanziamento degli investimenti, sui meccanismi di offerta di moneta, sulla stabilità della domanda di moneta. Non va trascurato il fecondo rapporto, (come ricordava stamattina Salvatore Rossi), tra costruzione dei conti finanziari e sviluppo dei modelli econometrici di grandi dimensioni (incluso l'M1BI della Banca d'Italia), né il supporto che la contabilità finanziaria offre alle

decisioni di politica monetaria (la sua presenza è evidente, ad esempio, nei paragrafi sulla programmazione dei flussi finanziari della Relazione del Governatore di quel periodo). Non sono rari i tentativi di utilizzarli, in ambito privato, come strumento previsivo degli andamenti finanziari dell'economia, in particolare della disponibilità di credito e dell'evoluzione dei tassi d'interesse.

L'affinamento metodologico dei conti finanziari procede di pari passo con il loro utilizzo sia nella teoria sia nella pratica e, come giustamente rimarca Massaro, alla fine degli anni sessanta esso può dirsi sostanzialmente concluso. Ne è un esempio la rappresentazione dell'integrazione reale-finanziaria che, in questo torno di tempo, la Bank of England (1972) riesce a dare di una realtà complessa come quella del sistema finanziario inglese. Le questioni ancora aperte sembrano ridursi essenzialmente alla raccolta e all'elaborazione dei dati: il lavoro sarebbe ora più compito degli statistici che degli economisti.

Eppure l'esigenza di un sistema organico di informazioni finanziarie in grado di giustificare che "*finance matters*" induce Wallich (1969) a sostenere, in apertura alla rassegna sull'applicazione dei conti finanziari nell'analisi monetaria, l'assenza di un Keynes dei flussi-di-fondi (a fronte del Keynes propulsore dei conti economici nazionali). Una tale posizione, per quanto sottovaluti non solo l'apporto dell'Hicks del 1935, mai troppo citato, ma anche gli innegabili spunti contenuti nei contributi di Gurley e Shaw, di Modigliani, di Friedman, di Tobin (solo per ricordarne alcuni), può essere compresa per la sottolineatura dei limiti che incontra una contabilità finanziaria concentrata, prevalentemente se non esclusivamente, sui flussi di fondi, in un momento in cui la teoria monetaria privilegia spiegazioni, pur con opzioni interpretative divergenti, in cui è il confronto tra stock di moneta e stock di attività finanziarie a determinare le condizioni finanziarie dell'economia e quindi l'equilibrio macroeconomico.

Tenderei quindi a sottolineare che, con lo SNA68, i conti finanziari raggiungono la loro maturità, ma solo per quanto riguarda la dimensione di flusso. La costruzione di una contabilità degli stati patrimoniali finanziari, adeguata al ruolo teorico che a essi viene attribuito, stenterà a lungo, e stenta, a realizzarsi. Si tratta di un'affermazione che ha bisogno di alcune precisazioni per non risultare sorprendente per chi abbia presente che le consistenze finanziarie sono rilevate sistematicamente fin dall'inizio; per l'Italia esse sono disponibili dal 1965 e, come ricorda Massaro, lo stesso SNA68 tratta esplicitamente di consistenze iniziali, rivalutazioni e

consistenze finali, anche se in dieci brevi commi (dal 2.83 al 2.92) dal carattere piuttosto generale.

Per giustificare la mia affermazione penso che vada tenuto presente che, come succede spesso nel progresso scientifico, nel momento stesso in cui si consolida un oggetto teorico, in questo caso la rappresentazione della realtà finanziaria (di flusso) di un'economia, sorgono delle nuove linee di analisi che, stimulate da esso, premono per il suo ampliamento, se non per la sua trasformazione. Le proposte teoriche, come è noto, non rimangono immutate nel tempo; ognuna di esse riflette una particolare "visione" della realtà di cui cattura gli aspetti ritenuti come rilevanti e trascura necessariamente altre dimensioni, seppur non marginali; non è raro che la raggiunta maturazione dello strumento analitico consenta di rivolgere l'attenzione alle questioni precedentemente accantonate. Nel caso in questione, e in maniera estremamente sintetica, ritengo che i livelli sofisticati raggiunti dalla contabilità finanziaria richiedano ora di completare il quadro complessivo ricercando una soluzione a livello degli stati patrimoniali finanziari e reali, analoga a quella data all'integrazione dei flussi.

L'attuale quadro informativo centrato sulle consistenze finanziarie è essenzialmente strumentale ai fini rilevativi (i dati di consistenza sono necessari per valutare i flussi in termini di variazione degli stock). La ridotta rilevanza attribuita all'integrazione reale-finanziaria di questi conti, dovuta anche a difficoltà di rilevazione, mi sembra derivi dal fatto che l'analisi monetaria e finanziaria si presenta come un'analisi di breve periodo (in un contesto di scelte di portafoglio, gli stock reali sono un dato) e, qualora si estenda al lungo periodo, dal fatto che i processi monetari e finanziari sono interpretati con riferimento a un contesto di *steady-state*. Vi sono peraltro temi per i quali una tale interpretazione restrittiva dei processi finanziari non dovrebbe valere; mi riferisco, ad esempio, a quelle indagini interessate, come negli anni settanta, alla comparazione dell'evoluzione finanziaria dei diversi sistemi economici (Goldsmith e suoi epigoni) o alla individuazione del rapporto fra "capitale industriale e capitale finanziario" (per utilizzare due termini evocativi della relazione tra finanza e crescita economica) al fine di precisare le differenze strutturali tra sistemi finanziari nazionali, anche in vista di una loro riforma. Per quanto siano tematiche che avrebbero dovuto stimolare l'affinamento della contabilità di stock, esse non hanno avuto una tale funzione per l'ipotesi, spesso implicita, di una tendenza alla convergenza delle strutture finanziarie, per la cui verifica sono sufficienti indici non sempre desunti da

dati di consistenza o che comunque non richiedono un quadro contabile organico.

Esigenze di un'informazione sistematica delle consistenze appaiono con più evidenza negli anni ottanta e novanta in presenza di una intensa dinamica dei valori monetari degli aggregati reali e finanziari e di profonde ristrutturazioni negli apparati produttivi. È una congiuntura nella quale i conti finanziari, così come sono venuti consolidandosi nella fase di "armonizzazione" degli anni novanta, sono inadeguati a rappresentare efficacemente il ruolo che la finanza svolge nei trasferimenti di ricchezza tra i diversi settori istituzionali interni al paese e in quelli tra la nazione e il suo esterno. A livello teorico, è anche il periodo in cui l'attenzione si sposta sull'individuazione dei fattori determinanti la crescita dell'economia che si affiancano al capitale fisico, il cui "valore" è alla base del "valore" delle attività finanziarie. Le risorse, spesso non-di-mercato, cui si attribuisce ora un impatto significativo nello sviluppo di un'economia (beni immateriali acquisiti dalle imprese private, dotazione di infrastrutture, capitale umano, relazioni interpersonali, dotazione di capitale naturale) sollevano il problema di come la valutazione degli strumenti finanziari possa riflettere significativamente l'importanza dei "nuovi" fattori della crescita.

Se il valore della ricchezza delle famiglie non è un valore originario, ma un valore derivato da quello dei titoli rappresentativi del capitale e da quelli rappresentativi del debito pubblico (siano essi nazionali ed esteri), la sua valutazione deve necessariamente tener conto della qualità dei processi produttivi e distributivi futuri. Nel caso l'attuale realtà sia, come tendo a ritenere, una lunga fase di transizione nel corso della quale si assisterà a una forte ridefinizione del valore delle risorse produttive all'interno delle singole economie e tra le economie, allora il monitoraggio dell'evoluzione della ricchezza di una nazione, e della sua composizione, dovrebbe costituire un'informazione cruciale per chi voglia comprendere i processi in atto. Mi sembra, se non fraintendo il contributo di Semeraro, che la determinazione di quale sia attualmente il debito previdenziale rientra in questa ottica, così come, nella esposizione di Massaro, l'accento alla prassi talvolta adottata di introdurre esplicitamente un settore autonomo delle abitazioni. La contabilità di stock e l'integrazione degli stati patrimoniali finanziari con gli stock "reali" dell'economia si presenta allora in tutta la sua rilevanza concettuale e non come mera questione statistico-organizzativa. All'economista cui è fatto carico di dare veste quantitativa a fattori qualitativamente rilevanti per la crescita e per la stabilità della

società rimane aperto un ampio e complesso campo di indagine. Per questa ragione, non mi sarebbe dispiaciuto veder compreso nell'elenco, posto a conclusione del lavoro di Massaro, riguardante i problemi attualmente in osservazione da parte degli esperti del settore, anche quello dell'integrazione reale-finanziaria e della "valutazione" delle attività patrimoniali.

Se, in un contesto storico di possibile instabilità strutturale, in un contesto teorico che prende le distanze da forme di controllo finanziario, in un contesto istituzionale che tende a trasferire i poteri di governo dell'economia "oltre" le dimensioni nazionali, si è dell'avviso che gli stati patrimoniali integrati reali-finanziari possono svolgere un ruolo informativo sulla direzione e intensità dei processi in atto, allora condivido pienamente la considerazione finale di Massaro che le difficoltà economiche odierne della generalità dei paesi dell'area dell'euro impongono, come alla fine degli anni trenta, di innovare non solo gli strumenti interpretativi, ma anche le nostre informazioni sulla realtà. Ma se la situazione storica è questa e se le indicazioni teoriche pongono la centralità della dinamica degli stock, quali sono oggi le autorità cui viene attribuito il compito di definire obiettivi condivisi e di governare il processo economico?

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Bank of England (1972), *An Introduction to Flow-of-funds Accounting: 1952-1970*, Economic Intelligence Department, Bank of England.

Wallich, H.C. (1969), *Uses of Financial Accounts in Monetary Analysis*, in "The Review of Income and Wealth", dicembre, pp. 321-334 (paper presentato alla XI Conference of the International Association for Research in Income and Wealth, Nathanya, agosto 1969).