

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Completamento del mercato unico.  
Conseguenze reali e monetarie**

**di Antonio Fazio**



**Numero 107 - Ottobre 1988**



**BANCA D'ITALIA**

# **Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Completamento del mercato unico.  
Conseguenze reali e monetarie**

**di Antonio Fazio**

**Vice Direttore Generale della Banca d'Italia**

**Introduzione al convegno:  
«Banca, intermediazione finanziaria e connesse  
problematiche fiscali nella prospettiva degli anni '90»  
Università degli Studi di Roma  
25-26 ottobre 1988**

**Numero 107 - Ottobre 1988**



## SOMMARIO

Il processo di integrazione economica e commerciale, tra i paesi dell'Europa comunitaria, è stato già molto rilevante nel corso degli anni '60 e '70. Il c.d. completamento del mercato interno, attraverso la rimozione dei rimanenti ostacoli, prevalentemente regolamentari, alla circolazione di beni e servizi, porterà ulteriori conseguenze in termini di sviluppo e di redistribuzione del reddito.

Le novità più rilevanti attengono ai settori monetario, creditizio e finanziario e sono connesse con il processo di liberalizzazione e deregolamentazione.

Le conseguenze, soprattutto ai fini del controllo monetario, ma altresì per lo svolgimento dell'attività bancaria e per il finanziamento e controllo delle imprese, appaiono rilevanti e richiedono coordinamento delle politiche macroeconomiche e nuovi sistemi di regole di condotta.

## Indice

I mercati delle merci e dei servizi	pag.	5
I mercati bancari e i problemi monetari	"	15
I movimenti di capitali	"	19
I mercati azionari	"	22
Conclusioni	"	24
Riferimenti bibliografici	"	27



Ho accettato, dopo molte esitazioni, l'incarico di svolgere una breve relazione introduttiva, di carattere generale, a questo Convegno.

La materia in discussione verrà esaminata, e approfondita, nel corso dei lavori da eminenti personalità, uomini teorici e pratici, esperti di banca, finanza, problemi fiscali.

La mia esitazione nasceva dalla vastità e complessità delle tematiche in discussione. Mi sembra, però, che si possa tentare di individuare alcune novità attinenti al quadro istituzionale e al sistema economico nel quale banche e intermediari finanziari si troveranno ad operare negli anni '90 e discuterne, da un punto di vista generale, le implicazioni.

### **I mercati delle merci e dei servizi**

Lo scenario economico e le variabili macroeconomiche degli anni '90, saranno influenzati, in misura preponderante, dall'evoluzione reale e monetaria delle economie dei grandi blocchi. Mi riferisco, in particolare, alla situazione e all'andamento dell'economia degli Stati Uniti e al problema del dollaro; alle economie dei paesi dell'Est asiatico; alla situazione dei paesi in via di sviluppo e al problema del debito; alla ristrutturazione e - sperabile - apertura delle economie socialiste.

Debito e dollaro possono generare onde destabiliz-

zanti sui cambi, sugli scambi di merci e servizi, sulle economie.

Le tematiche del c.d. completamento del mercato interno europeo sono correntemente oggetto, negli ambiti interessati, di una attività intensa, in qualche caso confusa, di convegni, discussioni, valutazioni. Talora prevale un atteggiamento celebrativo, o esortativo.

Una lettura attenta del Rapporto "Efficienza, stabilità ed equità: una strategia per l'evoluzione del sistema economico della Comunità Europea", curato da Tommaso Padoa-Schioppa insieme a un gruppo internazionale di esperti, costituisce un buon punto di partenza per riflessioni e approfondimenti. Da questi dovrebbero discendere azioni nel campo della politica economica, nazionale e internazionale, e delle politiche settoriali; anche coll'intento di prevenire o minimizzare effetti collaterali negativi conseguenti alle innovazioni.

La sede universitaria offre la possibilità di proporre, su questi temi, spunti di riflessione; di enunciare tesi, che aspettano di essere approfondite, verificate, eventualmente rifiutate o modificate.

\*

Mi sembra si possa dire che la decisione di procedere al c.d. completamento del mercato interno, si motivi, in primo luogo, con giustificazioni di carattere politico più generale, non esclusivamente economiche. Non ha preceduto alle decisioni un esauriente dibattito sui costi e



benefici, più in generale sulle implicazioni economiche. La decisione viene accettata e ci si accinge a trarne le conseguenze. Pur senza un approfondimento analitico prevale l'opinione che dal completamento del mercato interno potranno derivare vantaggi per i cittadini d'Europa e del nostro Paese in particolare.

Il tipo di vantaggio che si attende dall'eliminazione delle residue barriere alla libera circolazione di beni e servizi è connesso, in primo luogo, con un aumento del commercio, e quindi con guadagni dal commercio del tipo **costi comparati**. Va però osservato che l'integrazione commerciale in Europa, per beni manufatti abitualmente oggetto di scambio internazionale, è già cresciuta fortemente negli anni '60 e '70; conseguentemente una parte rilevante dei vantaggi è già stata lucrata.

L'ulteriore commercio di beni già oggetto di scambi intensi, non è, al di là di certi limiti, economico, salvo un'ulteriore rilevante riduzione dei costi di trasporto. I prodotti delle stesse industrie nei differenti paesi sono tra loro molto simili; le differenze sono talora apprezzabili solo per gli specialisti e soddisfano gusti e preferenze specifici.

Vi sono tuttavia numerosi settori nei quali lo scambio di beni manufatti potrà ricevere ulteriore impulso dal completamento dell'integrazione. Il c.d. Rapporto Cecchini tenta una stima di tali benefici. Lo fa partendo da un'analisi estremamente dettagliata dei risparmi e delle riduzioni di costo derivanti dall'eliminazione delle residue

barriere, regolamentari ed economiche (es. differenti valute), alla circolazione dei beni e servizi.

Per l'economia comunitaria nel suo complesso, non per le singole economie, la somma dei benefici sarebbe pari ad alcuni punti percentuali del PIL, una-tantum.

Mi pare si possa osservare al riguardo che esistono, oltre a quelli analizzati nel rapporto, altri effetti importanti, positivi e negativi, essenzialmente legati alla modifica dei comportamenti degli operatori, imprese, banche, consumatori.

Sullo sfondo, inoltre, esistono il grave problema dell'armonizzazione fiscale, non solo indiretta, ma anche, in primo luogo ai nostri fini, diretta sulle imprese, nonché il problema dell'armonizzazione dei costi del lavoro, attraverso il sistema di previdenza sociale.

Esiste il problema del coordinamento e dell'efficacia delle politiche economiche, in primo luogo macroeconomiche, e dei rapporti con le politiche comunitarie.

\* \* \*

Per l'industria delle costruzioni, a parte il problema relativo agli appalti di grandi lavori, vantaggi potrebbero derivare da una maggiore standardizzazione. Si tratta però, comunque, di una attività i cui prodotti non sono commerciabili sui diversi punti del territorio; l'attività di costruzione più corrente si sposta con difficoltà, cioè con costi crescenti in funzione della distanza, da un mercato all'altro.

Per quanto riguarda il mercato dei prodotti

agricoli e alimentari, esso è da tempo unificato, con alcuni vantaggi per produttori e consumatori; ma altresì con i conseguenti noti problemi, in particolare per la nostra bilancia dei pagamenti (il disavanzo relativo è uguale a quello per i prodotti energetici) peraltro, certo, non del tutto ascrivibili alla politica agricola comune.

Circa il terziario, si tratta di un settore estremamente eterogeneo dal punto di vista dei prodotti offerti, delle condizioni di produzione, dei fornitori.

Per una quota importante di esso il problema dello scambio a livello internazionale non si pone; si tratta di servizi prodotti e offerti funzionalmente nell'ambito delle economie locali: si pensi, per esempio, ai trasporti locali, al commercio di beni di consumo corrente, alla maggior parte dei servizi destinati al consumo.

Per un'altra quota, rilevantissima ed essenziale per la produttività del sistema economico, i servizi fanno capo alla Pubblica Amministrazione; l'aumento della produttività in questo comparto è strumentale anche per l'efficienza e la competitività di tutto il nostro sistema economico.

La parte che potrà essere oggetto di più elevato scambio internazionale riguarda i servizi alla produzione e, tra questi, i servizi assicurativi e bancari; questi ultimi pongono problemi di armonizzazione e coordinamento di norme. Lo scambio di servizi bancari ha implicazioni più vaste di politica monetaria sulle quali mi soffermerò più oltre. Dei connessi aspetti fiscali questo convegno si interesserà

esplicitamente.

\* \* \*

Un aspetto sottolineato nel contributo di Krugman (App. A del citato rapporto "Efficienza, stabilità ed equità), è il fenomeno dell'ampliamento della scala di produzione, per industrie che hanno costi decrescenti; che possono cioè sfruttare ancora economie di scala rilevanti. Posto che alcune grandi industrie siano in grado di ampliare ulteriormente la loro scala di produzione attraverso aumenti di vendite in Europa, l'attenzione va rivolta alla distribuzione dei benefici derivanti dai minori costi.

Apprendiamo dalla teoria che il menzionato fenomeno può sfociare in forme monopolistiche o oligopolistiche che non aumentano, in senso tecnico, il benessere della generalità dei cittadini. Nasce, al riguardo, la necessità di legislazioni apposite aventi come riferimento il mercato unico europeo.

Il grado di integrazione già realizzato in Europa per i più importanti prodotti che formano oggetto di scambio internazionale e una valutazione degli ulteriori possibili ampliamenti del mercato, potrebbe essere comunque oggetto di ricerche e approfondimenti specifici a livello settoriale.

Restringendo l'attenzione al nostro Paese appare una tendenza all'aumento delle esportazioni verso alcuni paesi a più basso reddito: Spagna, Portogallo, Grecia.

La nostra bilancia commerciale è migliorata negli anni più recenti nei confronti di queste aree, mentre tende a peggiorare nei confronti delle economie dell'Europa

centrale e settentrionale.

\*

L'analisi dei rapporti tra dimensione del mercato e rendimenti produttivi fu affrontata, tra l'altro, a suo tempo da Kaldor - per finalità diverse da quelle che qui ci riuniscono, ma che comunque attengono alle tematiche di fondo che stiamo discutendo - in un articolo: "Irrelevance of Equilibrium Economics", apparso nell'Economic Journal del dicembre 1972; esso riprendeva alcuni spunti di Allyn Young in un altro importante saggio, scritto nel 1928, "Increasing Returns and Economic Progress" (Economic Journal, Dec. 1928).

In particolare Young osservava che l'ampliamento del mercato, inteso come aumento della produzione e della quantità venduta, (aumento derivante da una crescita nel tempo, ma altresì da un ampliamento geografico del mercato, eventualmente collegato ad una riduzione dei costi di trasporto) dà luogo a rendimenti crescenti, che, tuttavia, assumono la forma, in misura rilevante, di maggiore grado di **roundaboutness**.

La crescita della produttività del settore manifatturiero, o industriale più in generale, si manifesterebbe, allorché il mercato tende ad ampliarsi, soprattutto attraverso lo scorporo di attività specializzate dall'ambito di una stessa linea produttiva, con la formazione di imprese indipendenti che producono per il mercato e non più per una sola industria.

Si tratta di un concetto che risale fundamental-

mente ad Adamo Smith: la divisione e la specializzazione del lavoro.

Movimenti riorganizzativi del genere sono stati numerosi e rilevanti in Italia nel corso degli anni '80 in risposta ad una esigenza di contenimento dei costi. Hanno riguardato principalmente l'espulsione del settore industriale di attività di servizio rivolte alla produzione manifatturiera; attività riorganizzate poi in imprese indipendenti spesso incorporanti nuovi avanzamenti tecnologici.

Potremmo avere dunque, attraverso la rimozione dei vincoli residui alla circolazione di beni e di fattori di produzione in Europa, un ampliamento geografico del mercato, che può stimolare la riorganizzazione di alcuni settori di beni manufatti, e soprattutto di servizi per la produzione.

Tutto ciò dà luogo ad aumento di produzione se l'assorbimento complessivo del mercato, cioè la domanda globale di beni e servizi, si accresce. In caso contrario si avrebbe comunque una riorganizzazione delle produzioni, su diverse zone geografiche e con nuovi gruppi di imprese, con crescita della produttività (e dell'efficienza dell'economia); ne risulterebbe però anche una minore occupazione.

In ogni caso si pone il problema della distribuzione dei benefici.

La terminologia utilizzata, in cui ricorre il termine **mercato**, tende a far convergere l'attenzione sulla capacità di questa Istituzione di massimizzare e ottimizzare

la produzione e il soddisfacimento dei bisogni e, quindi, l'utilizzo delle risorse disponibili.

Appare immediatamente, nella situazione attuale, lo squilibrio grave rappresentato da un elevato tasso di disoccupazione involontaria nell'area Comunitaria. Questo sembra risultare principalmente da una carenza di crescita dell'occupazione nel corso dell'ultimo decennio.

La disoccupazione è concentrata in alcune regioni e in alcuni paesi. Esistono forti discrepanze regionali oltre che per i livelli di disoccupazione, anche per i livelli di produttività, reddito pro capite, dotazione di capitale.

La completa unificazione economica e monetaria delle regioni meridionali con il resto dell'Italia, nonostante decenni di cospicui investimenti e di sussidi pubblici, non ha ancora portato a un utilizzo soddisfacente delle risorse potenziali colà esistenti.

L'intenso commercio degli ultimi lustri dei paesi meno sviluppati fuori dell'Europa, con l'Europa, gli Stati Uniti e il Giappone, ha permesso una crescita, talora sostenuta nel tempo, dei livelli di produzione, ma rimangono divari amplissimi nei livelli di sviluppo.

Credo che nessun teorico del funzionamento dei mercati possa aspettarsi solo dal libero operare delle c.d. forze concorrenziali e dell'iniziativa imprenditoriale, la ragionevolmente rapida riduzione degli squilibri e divari esistenti in Europa. Anche dopo l'eliminazione delle residue barriere alla libera circolazione dei prodotti e dei

fattori.

La libertà, accresciuta, di intraprendere aumenterà la ricerca di nuovi prodotti, nuovi modi di produrre e combinare fattori, nuovi mercati. Ma non esistono, e ciò è sempre vero, le condizioni obiettive perché la concorrenza produca tutti gli sperati benefici e rimangono i problemi relativi alla distribuzione degli stessi. Si sono già menzionati al riguardo i rendimenti di scala crescenti. Inoltre, in generale, i costi di informazione, anche a causa delle differenze linguistiche e culturali, e i costi di funzionamento del mercato, sono elevati; infine i costi di transazione e informazione nell'ambito di gruppi di imprese sono in genere contenuti in relazione agli stessi costi per i consumatori.

Anche i costi di trasporto sono elevati e ciò può equivalere a non convessità nelle funzioni di produzione.

E' noto dall'analisi che da tali configurazioni della struttura produttiva e dei mercati possono discendere tendenze a forme di cartello e di oligopolio, che inciderebbero negativamente sul benessere dei consumatori e sulla crescita della produzione.

Da tutto quanto precede scaturisce la necessità di politiche economiche in forme varie a diversi livelli. Di tale necessità gli organi Comunitari sono ben consci e sono stati proposti, in effetti, schemi articolati di regole generali uniformi, integrate da norme e controlli specifici a livello regionale e settoriale.



## I mercati bancari e i problemi monetari

La necessità di pervenire a una libera circolazione dei servizi finanziari e, in primo luogo, bancari e creditizi, mi sembra sia vista come un corollario, un necessario completamento, del processo di integrazione commerciale.

Il credito è visto, correttamente, come supporto dell'attività produttiva. Da qui l'enfasi sulla circolazione dei c.d. capitali nelle molteplici forme: finanziamenti di varie caratteristiche e durata, crediti bancari, capitali azionari.

Il credito bancario è un supporto dell'attività economica, ma non soltanto questo. E' la principale fonte di creazione monetaria.

Acquisti e vendite di azioni, oltre ad una componente di finanziamenti e di allocazione del risparmio, hanno implicazioni per gli assetti proprietari delle unità produttive. Questi aspetti e relative conseguenze sono esaltati, possono cioè essere spinti ad estreme conseguenze, dalla maggiore libertà di accesso alle fonti di creazione del credito.

La moneta è un bene pubblico per eccellenza. Credo che non sia da seguire e di fatto mi pare sia poco seguita la visione teorica del cosiddetto **free-banking**, riproposta ancora negli anni '70 da Hayek, peraltro con argomentazioni originali. Secondo tale visione, l'offerta di credito e quindi di moneta bancaria può essere lasciata libera di adeguarsi alle esigenze della domanda proveniente dal

mercato.

Nelle parole del Governatore Ciampi la moneta e il credito necessitano di un'ancora. E sono un bene tutelato dalla nostra Costituzione.

La spiegazione economica della necessità di controllo nasce dalla semplice osservazione del fatto che la produzione di moneta fiduciaria, la sua quantità in termini nominali, a differenza di quanto avviene per tutti gli altri beni e servizi, non trova un limite nella disponibilità dei fattori di produzione.

Il modello creditizio si inserisce nell'equilibrio economico generale solo se esiste una limitazione esterna, pubblica, delle quantità. Anche in tali condizioni non sono immediatamente applicabili alle imprese creditizie gli usuali teoremi dell'equilibrio, efficienza, ottimalità.

L'attività creditizia è dunque un servizio alla produzione; la libera prestabilità sul mercato interno completa la realizzazione dello stesso, ma rimane la necessità del controllo della quantità e altresì di regole specifiche di comportamento.

Iniziando dal secondo aspetto, il c.d. principio del mutuo riconoscimento nasce dalla difficoltà di armonizzare regole di controllo nazionali che fanno capo a Costituzioni e organizzazioni dello Stato e delle economie diverse. Ciò tuttavia, potrebbe condurre lontano da condizioni di ottimalità. Le regole differenti mirano, nei vari sistemi, a obiettivi pesati in maniera diversa, e in parte diversi; regole, quindi, in genere perfettamente razionali

nell'ambito dei sistemi di origine.

Da un'applicazione acritica del mutuo riconoscimento possono di fatto venire alterate le condizioni di concorrenza, contraddicendo l'obiettivo principale. Le regole che per le banche di un paese potevano essere ottimali allorché i servizi erano diretti all'economia di quel paese, possono non esserlo in relazione all'economia di altri paesi. Non è detto che ciò che è meno razionale, in questo campo, venga poi selezionato, in maniera da venir rifiutato, dal mercato.

Tuttavia l'esperienza potrà insegnare la direzione verso cui puntare con l'armonizzazione, che rimane l'obiettivo, condiviso, di fondo.

L'essenza del valore della concessione di credito sta nella capacità del banchiere di valutare l'impresa e il progetto dell'imprenditore. A livello di mercati locali - una regione nell'ambito di un paese, un paese nell'ambito della Comunità - ciò sarà svolto di fatto da una banca **locale** (cioé una banca regionale o nazionale). Se una banca esterna fa meglio dal punto di vista della capacità di valutazione del merito di credito ben venga: ciò è desiderabile.

Per le grandi intraprese e i grandi affari internazionali esiste già, per l'aspetto dei finanziamenti, un'elevata concorrenza.

Su questi problemi si è soffermato il Governatore Ciampi nella sua ultima Relazione. Credo che alcune considerazioni e gli indirizzi colà contenuti possano essere

utili per le discussioni da affrontare in questa sede.

Rimane l'aspetto monetario. La libertà di movimento di capitali sembra implicare, nella terminologia, e nelle concezioni correnti, movimenti di disponibilità di risparmio.

In effetti, per i capitali bancari, si tratta di movimenti di potere d'acquisto, talora di nuova creazione. Un sistema di controllo monetario che opera attraverso l'imposizione di riserve obbligatorie non tende, in genere, a controllare, quantitativamente, la concessione di credito da parte di una banca situata in un paese della Comunità che concede credito ad un'impresa residente in altro paese. Tale creazione di nuovo potere d'acquisto potrebbe risultare in determinate circostanze indesiderabile per l'equilibrio monetario. Il controllo quantitativo del credito è infatti graduato in relazione alla situazione monetaria del paese di origine dei flussi, non di quello in cui giunge il nuovo potere d'acquisto.

Un sistema monetario così concepito conterrebbe un **bias** inflazionistico.

La via d'uscita è quella del coordinamento delle politiche monetarie.

Occorre evitare di ricadere, da un punto di vista teorico, nell'errore di considerare sufficiente a tal fine un controllo dei prezzi, in questo caso tassi di interesse e tassi di cambio. In via teorica infatti ciò può essere sufficiente solo se ci si accontenta di obiettivi costituiti da quantità reali, cioè tassi di interesse, di cambio e

quantità di moneta in termini reali; se si rinuncia cioè al controllo dell'inflazione.

L'esperienza e il dibattito teorico degli anni '70 hanno chiarito che occorre l'ancora quantitativa in termini nominali.

Uno schema possibile e praticamente applicabile è quello già concettualmente elaborato in Banca d'Italia all'inizio degli anni '70, ripreso ed ampliato, nel nuovo contesto, in uno studio di Caranza, Papadia e Zautzik.

Si tratterebbe di definire, *ex ante*, il volume di credito interno che, in ogni paese partecipante al coordinamento, risulta possibile e opportuno creare, tenendo conto degli obiettivi nazionali e rispettando i vincoli comunitari. Il volume di credito concesso in ogni paese dal sistema creditizio nazionale deve essere cioè coerente con gli obiettivi macroeconomici, prezzi, quantità, composizione della domanda, disavanzo pubblico, tassi di interesse, flussi finanziari con l'estero, del paese interessato. La somma delle creazioni creditizie deve essere compatibile con gli obiettivi della Comunità.

### **I movimenti di capitali**

Fin qui le possibili conseguenze macroeconomiche della circolazione dei c.d. capitali bancari.

In genere si ritiene che dalla circolazione dei capitali derivino spostamenti, attraverso le frontiere

nazionali, di flussi di risparmio e, conseguentemente, di beni e servizi.

Dalla discussione precedente è chiaro che, almeno in prima approssimazione, ciò non avviene allorché si spostano capitali bancari. Si ha infatti, in tal caso, generalmente, creazione di nuovo potere d'acquisto, da cui possono derivare variazioni dei prezzi dei titoli, dei prezzi e quantità delle merci, dei tassi di cambio. In definitiva, quindi, effetti sul risparmio e sull'investimento, ma in misura che può essere del tutto incorrelata, nei due paesi interessati, ai movimenti, rispettivamente in uscita e in entrata, dei capitali.

Più in generale, un movimento di capitale è un acquisto di attività, finanziaria o reale, in un paese, con fondi, cioè con disponibilità liquide, provenienti da un altro paese.

Ne discendono, in un sistema in cui le transazioni sono regolate attraverso una valuta di riserva, aumento di riserve nel paese nel quale i capitali entrano, e diminuzione nel paese dal quale il movimento ha origine. In tale contesto, poiché occorre preservare un certo equilibrio valutario, è presumibile che nei paesi con bilancia dei pagamenti correnti in avanzo si attivino politiche volte a favorire l'esportazione di capitali; nei paesi in disavanzo corrente si favoriscano le importazioni di capitali.

La moneta del paese con bilancia corrente per

lungo tempo attiva può però, essa stessa, divenire valuta di riserva. L'esportazione di capitali non dà luogo più in questo caso a riduzione di potere d'acquisto, nel paese di origine dei capitali, ma piuttosto ad un aumento della sua moneta, quindi del suo debito, sui mercati internazionali.

I capitali a medio e lungo termine legati ad operazioni commerciali, quali ad esempio finanziamenti di esportazioni, danno effettivamente luogo nell'immediato ad una minore entrata di potere d'acquisto nel paese interessato, a fronte di una consegna di beni reali ad altri paesi. Sono pertanto, in qualche misura, un effettivo trasferimento di risparmio reale da un paese all'altro.

Gli investimenti diretti, in beni reali, comportano un aumento di spesa nel luogo di destinazione. Gli effetti sui trasferimenti di risparmio tra i paesi interessati si verificano solo nel caso in cui i beni fisici che costituiscono l'investimento sono completamente importati, in particolare, dal paese nel quale originano i capitali. Anche in questo caso l'operazione di investimento può venire finanziata da una operazione di estensione di credito da banche del paese di origine, estensione che comunque aumenta il potere d'acquisto globale.

Nel caso di capitali destinati ad investimenti finanziari in titoli pubblici, o privati, questi ultimi di natura obbligazionaria o azionaria, si verifica uno spostamento di risparmio da un paese all'altro, nel senso limitato di allocazione di disponibilità, in genere da parte di famiglie, che indirizzano i propri risparmi verso

titoli esteri anziché nazionali. La situazione complessiva di carenza o eccesso di risparmio dei paesi interessati non si modifica immediatamente, in quanto il movimento non tocca le partite correnti. Queste possono però venire influenzate da flussi persistenti di investimenti finanziari del tipo anzidetto.

Tutto quanto precede è già sufficiente a concludere che i cambiamenti più rilevanti che possono discendere dal c.d. completamento del mercato unico - ove ciò si estendesse ad una completa deregolamentazione finanziaria - riguarderebbero appunto il settore monetario, creditizio e finanziario.

### **I mercati azionari**

La deregolazione valutaria e la possibilità di investire, da un lato, di raccogliere fondi, dall'altro, su un mercato azionario di dimensione continentale, accrescerà gli spazi di scelta per risparmiatori e imprese e, quindi, per la ricerca delle migliori condizioni per la remunerazione del risparmio e per il costo del capitale.

Per le operazioni di dimensione limitata, costi e rischi tendono, comunque, a crescere in funzione della distanza, difficoltà di informazione, varietà di situazioni istituzionali, relative ai mercati dove collocare il risparmio o da cui attingere le disponibilità.

La possibilità di ampi movimenti di fondi tra i



mercati azionari europei accrescerà sensibilmente le operazioni di assorbimento di imprese da parte di altre imprese o gruppi, le fusioni, i tentativi di assunzione di controllo.

L'esperienza di mercati finanziari estremamente attivi, quale quello statunitense, è utile al riguardo; da un lato per inferire sulle possibili modalità e sullo sviluppo di tali operazioni in Europa, dall'altro per tentare una valutazione delle conseguenze.

E' possibile prevedere un notevole incremento dell'attività di compravendita di pacchetti di controllo azionari, strumentale ad una differente organizzazione dei gruppi produttivi.

I movimenti di pacchetti azionari con finalità di controllo, cioè compravendita di imprese, possono vedersi come una estensione, un'integrazione logica, della possibilità di maggiore scambio di merci e servizi. E ciò con tutti gli sperabili benefici; ma altresì con i problemi di distribuzione dei benefici stessi, con le implicazioni in materia di concorrenza, con gli effetti collaterali sui risparmiatori e sui diritti delle minoranze azionarie.

Il ricorso sempre più frequente al credito per effettuare acquisti di azioni sotto varie forme e con diverse tecniche, unito alla circolazione dei capitali monetari, accresce, in qualche misura, i rischi, relativi alla stabilità e alla buona allocazione delle risorse, sempre connessi con tali operazioni.

La valutazione di merito del credito, da parte

delle banche, si sposta in relazione ad ammontari in genere cospicui, dalla tradizionale operazione produttiva, di investimento, o commerciale, ad una di giudizio su assetti di mercato e settoriali relativi a una o più imprese.

Possono sorgere problemi rilevanti, nel caso di gruppi, di commistione di attività finanziarie e monetarie con attività produttive e commerciali.

L'esperienza dei mercati statunitensi rivela che l'enorme attività di compravendita di pacchetti azionari a fini di controllo, fusione, incorporazione, attività sviluppatesi in crescendo dagli anni '50 e soprattutto alla fine degli anni '60, ma altresì di nuovo negli anni '80, spesso, in un terzo dei casi, è risultata in dismissioni, talora con perdite, delle attività di cui si era acquisito il controllo.

In genere appare difficile rilevare, a livello delle imprese controllanti, di quelle controllate, o delle nuove imprese risultanti dalla fusione, quei benefici in termini di efficienza che la teoria, almeno anni addietro, vedeva in questo tipo di operazioni.

Appare invece sicuro un effetto positivo sulle quotazioni delle azioni, di natura temporanea. Nella misura in cui le operazioni richiamano l'utilizzo di nuovo credito bancario è facile inferire che ciò risulterà, in media, in un aumento dei corsi azionari.

## **Conclusioni**

Lo scenario macroeconomico del nostro Paese negli

anni '90 sarà dominato probabilmente da fattori e avvenimenti che riguardano i grandi blocchi dell'economia mondiale con i connessi problemi monetari e finanziari.

Il processo di integrazione in Europa sarà peraltro foriero di mutamenti rilevanti che attengono soprattutto al settore monetario e creditizio. Le novità in tale campo da un lato procedono in relazione agli aumentati traffici e ai minori costi di comunicazione, dall'altro sono da riconnettere ad un processo di deregolamentazione, processo che richiede di essere compensato da altre regole, adeguate alla nuova situazione. Un'analisi puntuale dell'ambiente nel quale si troveranno ad operare le istituzioni creditizie è ancora impedita dalla non definizione di vari aspetti che attengono al quadro istituzionale.

In ogni caso, se si crede al mercato e si è disposti a parteciparvi, ciò implica che ogni operatore finirà in qualche modo col disporre, attraverso la sua attività, di tutte le informazioni per lui rilevanti. Che si cimenti con il mercato stesso, con esito che dipenderà dalle sue capacità tecniche ed imprenditoriali.

Credito e moneta sono però settori nei quali i costi sociali di errori dei singoli possono risultare elevati.

Sembra prevalere talora una linea di ragionamento basata su un'estensione impropria, al finanziamento, al credito e alla moneta, dei teoremi fondamentali dell'economia del benessere; validi, peraltro sotto precise condizioni, per la produzione e lo scambio di beni fisici e

servizi.

L'improprietà di una tale estensione, ove questo fosse il processo logico, non terrebbe conto del carattere pubblico del bene moneta e comunque delle caratteristiche peculiari dei servizi creditizi e finanziari.

La possibilità di commerciare, intraprendere, innovare in ambienti, in mercati, più vasti è, nel lungo periodo, un fattore fondamentale di progresso economico. I benefici dei connessi movimenti nella produzione della ricchezza e nell'occupazione possono però distribuirsi in maniera ineguale tra le differenti economie e, nell'ambito di queste, tra settori e regioni. Le economie che si aprono al processo di integrazione sono diverse per struttura produttiva, potenziale produttivo, situazione di equilibrio o squilibrio macroeconomico, istituzioni.

Sulla irregolarità e instabilità dei processi di espansione capitalistica esiste un'ampia letteratura e sufficiente consenso.

La teoria economica deve darsi carico di un'analisi puntuale delle possibili conseguenze e servire, quindi, da guida agli appropriati interventi di politica economica.

L'attenzione al completamento del mercato unico europeo va integrata con una visione di progressiva apertura verso economie extra-comunitarie, molto diverse dalla nostra per struttura e specializzazioni produttive, con possibilità, pertanto, di vantaggi, consistenti, dall'incremento degli scambi.

## Riferimenti bibliografici

- BANCA D'ITALIA (1988), Relazione annuale sul 1987, Considerazioni finali del Governatore.
- DINI, L. (1988), Politica economica e disoccupazione in Europa, Terzo congresso annuale dell'European Economic Association, Bologna, ago.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1987), Efficienza, stabilità ed equità: una strategia per l'evoluzione del sistema economico della Comunità europea, Bologna, il Mulino.
- C.C.E. (1988), Basic Studies: Executive Summaries, "Research on the Cost of Non-Europe", Vol. 1, Luxembourg.
- YOUNG, A. (1928), Increasing Returns and Economic Progress, "The Economic Journal", Dec.
- KALDOR, N. (1972), The Irrelevance of Equilibrium Economics, "The Economic Journal", Dec.
- ARROW, K. J. (1985), The Potentials and Limits of the Market in Resource Allocation, in G. R. Feiwel (ed.), "Issues in Contemporary Microeconomics and Welfare", London, MacMillan.
- \_\_\_\_\_ (1987), Equilibrio, incertezza, scelta sociale, Bologna, il Mulino, Saggi scelti e introduzione a cura di A. Gay e A. Petretto, cap. 8.
- von HAYEK, F. A. (1988), Conoscenza, mercato, pianificazione, Bologna, il Mulino, Saggi scelti e introduzione a cura di F. Donzelli, capp. 3, 6 e 7.
- CARANZA, C. - PAPADIA, F. - ZAUTZIK, E. (1988) Liberalizzazione valutaria e politica monetaria, (dattiloscritto).
- VARIAN, H. R. (1988), Symposium on Takeovers, "The Journal of Economic Perspectives", Vol. 2, No. 1.
- RAVENSCRAFT, D. J. - SCHERER, F. M. (1987), Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency, Washington, D.C., The Brookings Institution.



## ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 91 — *La disoccupazione in Italia: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia*, di G. BODO - I. VISCO (luglio 1987).
- n. 92 — *L'Italia e il sistema monetario internazionale dagli anni '60 agli anni '90 del secolo scorso*, di M. ROCCAS (agosto 1987).
- n. 93 — *Reddito e disoccupazione negli Stati Uniti e in Europa: 1979-1985*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (agosto 1987).
- n. 94 — *La tassazione e i mercati finanziari*, di G. ANCIDONI - B. BIANCHI - V. CERIANI - P. CORRAGGIO - A. DI MAJO - R. MARCELLI - N. PIETRAFESA (agosto 1987).
- n. 95 — *Una applicazione del filtro di Kalman per la previsione dei depositi bancari*, di A. CIVIDINI - C. COTTARELLI (ottobre 1987).
- n. 96 — *Macroeconomic Policy Coordination of Interdependent Economies: the Game-Theory Approach in a Static Framework*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (ottobre 1987).
- n. 97 — *Occupazione e disoccupazione: tendenze di fondo e variazioni di breve periodo*, di P. SYLOS LABINI (novembre 1987).
- n. 98 — *Capital controls and bank regulation*, di G. GENNOTTE - D. PYLE (dicembre 1987).
- n. 99 — *Funzioni di costo e obiettivi di efficienza nella produzione bancaria*, di G. LANCIOTTI - T. RAGANELLI (febbraio 1988).
- n. 100 — *L'imputazione di informazioni mancanti: una sperimentazione*, di L. CANNARI (marzo 1988).
- n. 101 — *Esiste una curva di Beveridge per l'Italia? Analisi empiriche della relazione tra disoccupazione e posti di lavoro vacanti (1980-1985)*, di P. SESTITO (marzo 1988).
- n. 102 — *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, di D. FRANCO - N. SARTOR (luglio 1988).
- n. 103 — *La coesione dello SME e il ruolo dei fattori esterni: un'analisi in termini di commercio estero*, di L. BINI SMAGHI - S. VONA (luglio 1988).
- n. 104 — *Stime in tempo reale della produzione industriale*, di G. BODO - A. CIVIDINI - L. F. SIGNORINI (luglio 1988).
- n. 105 — *On the difference between tax and spending policies in models with finite horizons*, di W. H. BRANSON - G. GALLI (ottobre 1988).
- n. 106 — *Non nested testing procedures: Monte Carlo evidence and post simulation analysis in dynamic models*, di G. PARIGI (ottobre 1988).

---

(\*) I «Temi» possono essere richiesti alla Biblioteca del Servizio Studi della Banca d'Italia.







