

Salvatore Nisticò

**L'IMPOSTAZIONE DI UNA POLITICA MONETARIA
COMUNE: L'ETERogeneità TERRITORIALE DEL
SISTEMA INDUSTRIALE EUROPEO E L'ASIMMETRIA
NELLA TRASMISSIONE DEGLI IMPULSI MONETARI.**

Estratto dal 18° Rapporto sui Mercati Monetari e Creditizi
Osservatorio e Centro di Studi Monetari (OCSM), LUISS Guido Carli, 1999

7

L'IMPOSTAZIONE DI UNA POLITICA MONETARIA COMUNE: L'ETEROGENEITÀ TERRITORIALE DEL SISTEMA INDUSTRIALE EUROPEO E L'ASIMMETRIA NELLA TRASMISSIONE DEGLI IMPULSI MONETARI

La nascita dell'Unione Europea, con la conseguente convergenza delle autorità di politica monetaria in un'unica Banca Centrale Europea, ha consegnato maggiore centralità ed attualità al dibattito sui modi di propagazione degli impulsi monetari.

In particolare, la *credit view*, generata dal dibattito sul ruolo e gli effetti delle asimmetrie informative in un'economia di mercato, e risultata in più Paesi confermata da analisi empiriche⁴², si presta a prospettive disaggregate che consentano di isolare le componenti di un sistema economico e valutare l'impatto che un'unica manovra monetaria esercita su un territorio largamente eterogeneo come quello europeo.

Il sistema economico della nascente Unione, infatti, presenta un alto grado di eterogeneità non solo da un punto di vista culturale e linguistico, ma anche e soprattutto da uno economico e finanziario, oltre che, naturalmente, politico. I criteri di convergenza sanciti nel Trattato di Maastricht e il Patto di Stabilità in seguito stretto tra gli Stati membri, d'altronde, appaiono come atti dovuti proprio dalla strutturale diversità dei Paesi in gioco, ma non hanno e non possono aver garantito ancora una omogeneità economica che molti Paesi coinvolti, tra cui l'Italia, non conoscono neanche al loro interno.

Di fatto quindi la BCE comincerà la propria opera di guida dell'economia monetaria europea affacciandosi su un territorio che non reagirà uniformemente a quell'unica politica che l'Istituto perseguirà.

In rapporti precedenti si sono analizzati i sistemi bancari e finanziari dei vari Paesi dell'Unione, discutendo le cause di integrazione e di non integrazione e sottolineando i tratti caratterizzanti ciascuno dei Paesi in esame.

⁴² Cfr., tra gli altri, Angeloni, I., L. Buttiglione, G. Ferri e E. Gaiotti. "The Credit Channel of Monetary Policy across Heterogeneous Banks: The Case of Italy.", *Banca d'Italia, Temi di Discussione del Servizio Studi*, No 256, Settembre 1995; Bagliano, F. e C.A. Favero. "Canale Creditizio del Meccanismo di Trasmissione della Politica Monetaria ed Intermediazione Bancaria. Un'analisi empirica.", *Quaderno n. 91 del Centro Paolo Baffi, Università Bocconi*, 1995; Di Giorgio, Giorgio. "Is the Lending Channel at Work?", *Economia, Società e Istituzioni*, VII, 3, Università LUISS, Autunno 1995; Gertler, Mark e Simon Gilchrist. "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms.", *NBER Working Paper*, 3892, Novembre 1991; Kashyap, Anil K. e Jeremy C. Stein. "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets.", Working Paper 4821, *National Bureau of Economic Research*, Agosto 1994; Nisticò, Salvatore. "La Trasmissione della Politica Monetaria tra Intermediari Finanziari ed Imprese.", *mimeo*, 1998; Tsatsaronis, C. "Is There a Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy? Evidence from Four Countries.", in Bank for International Settlements, *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Process*, Basle 1995.

Toccato, quindi, il versante Banca Centrale-sistema finanziario, per una valutazione degli effetti di una politica monetaria sul sistema economico europeo, resta da analizzare il versante sistema finanziario-sistema industriale.

7.1 Il finanziamento delle imprese non finanziarie in Europa.

L'analisi del comportamento delle imprese non finanziarie con riferimento al finanziamento dei propri progetti d'investimento è determinante ai fini della valutazione di un eventuale *credit channel*.

In particolare risultano interessanti due caratteristiche di un sistema economico:

- se sia, cosiddetto, *market-oriented* o piuttosto *bank-oriented*, a seconda dell'importanza relativa del mercato finanziario rispetto al sistema bancario, e, di riflesso,
- se le imprese ricorrano all'emissione di titoli contrattati sul mercato finanziario con la stessa frequenza e convenienza con cui, invece, si servono di prestiti bancari.

Recentemente la stessa classificazione dei sistemi economici in *market-oriented* e *bank-oriented*, insieme con la metodologia di analisi dei dati relativi al finanziamento delle imprese, è stata messa in discussione da Mayer (1988, 1990)⁴³ e Corbett e Jenkinson (1994)⁴⁴, i quali hanno introdotto una nuova metodologia d'analisi per la rilevazione delle fonti di finanziamento privilegiate dall'industria. Tale metodologia si fonda sulla differenza tra risorse lorde e risorse al netto dei corrispettivi impieghi. Anziché guardare al passivo finanziario delle imprese così come appare dal loro bilancio, dunque, gli autori considerano le risorse di fondi depurate dagli impieghi che vi corrispondono nell'attivo di bilancio (es. prestiti bancari meno depositi bancari e circolante), e sostengono che una prospettiva del genere offra una migliore rappresentazione di come sono effettivamente finanziati gli investimenti in capitale fisico.

La mappa delle risorse del settore industriale che ne risulta è rappresentata nella Tab. 7.1, che confronta i quattro principali Paesi del vecchio continente e le due superpotenze economiche extraeuropee.

Queste cifre sottolineano in modo chiaro come la principale risorsa cui le imprese non finanziarie attingono per il finanziamento dei propri investimenti in capitale fisico è quella interna, l'autofinanziamento, relegando a ruoli di secondo piano il sia finanziamento tramite credito bancario sia quello reperito sul mercato finanziario (titoli e azioni).

⁴³ Cfr. Mayer, C.P. "New Issues in Corporate Finance.", *European Economic Review*, vol. 32, 1988; e "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development.", in Hubbard, R. G. *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, 1990.

⁴⁴ Cfr. Corbett, J. e T. Jenkinson. "The Financing of Industry, 1970-89: an International Comparison.", *CEPR Discussion Paper n. 958*, 1994.

Tab. 7.1 **Risorse nette delle imprese non finanziarie, 1985-1994**
Risorse lorde meno i corrispettivi impieghi; percentuali sul totale

	Germania	U.S.	Giappone	Francia	Italia*	U.K.
Autofinanziamento	78.1	106.8	70.9	88.4	83.7	82.6
Prestiti bancari	12.7	5.3	21.3	26.6	20.9	15.3
Titoli	-1.2	17.6	5.3	3.5	-6.4	7.7
Azioni	-0.3	-16.9	3.7	4.5	4.7	-4.2
Credito commerciale	0.1	-1.7	-2.4	-3.2	-6.5	0.2
Trasferim. di capitale	8.7	-	-	5.4	-	-
Altro	-4.3	-2.2	1.1	-23.4	3.6	4.0
<i>Agg. statistico</i>	6.1	-8.9	-	-1.9	-	-5.7

*1983-1993

Fonte: Cobham e Serre (1996): "A characterisation of the French financial system"; Cobham, Cosci e Mattesini (1997): "The Italian financial system: neither bank-based nor market-based"; Corbett e Jenkinson (1994): "The Financing of Industry, 1970-89: an International Comparison."

La classificazione tradizionale indica nel grado di sviluppo e di efficienza dei mercati finanziari "anglosassoni" ciò che caratterizzerebbe come *market-based* i sistemi americano e britannico, e nelle onnipresenti *main banks* la peculiarità tipica di un sistema *bank-based*, cui generalmente vengono ricondotti quelli tedesco e giapponese.

In tale nuova ottica questa distinzione diviene più evanescente, perché lo spessore e l'efficienza dei mercati finanziari non rilevano solo nelle decisioni delle famiglie di finanziare le imprese comprando titoli privati, ma anche in quelle delle imprese di investire nel controllo di altre compagnie e contrattare azioni. Dall'altro lato, la forte e radicata presenza delle banche nel circuito produttivo sia nelle vesti di finanziatori che in quelle di consulenti e partecipanti, genera rapporti banca-impresa che si riflettono non solo nel passivo delle imprese, ma anche nel loro attivo di bilancio. Il risultato è che la tabella non presenta le differenze che ci si aspetterebbe tra, ad esempio, il Giappone o la Germania e la Gran Bretagna, esaltando in ogni caso il ruolo dell'unica posta di bilancio che, contabilmente non ha corrispettivo nell'attivo, la ritenzione degli utili.

Per gli Stati Uniti, in particolare, risulterebbe che le imprese non finanziarie utilizzino la ritenzione degli utili non solo per finanziare la totalità dei propri investimenti in capitale fisico, ma anche come risorsa per investimenti finanziari quali quelli in azioni, la cui voce netta è fortemente negativa. Il credito delle banche sembra giocare un ruolo decisamente marginale in termini netti, poco più del 5% del totale, ancor più di quello reperibile attraverso l'emissione di titoli di debito privati (17.6%).

Queste evidenze, unicamente a livello descrittivo, sembrano suggerire che negli Stati Uniti il credito bancario sia un veicolo molto debole di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, ma contrastano con quelle raccolte da più parti⁴⁵, oltreoceano, secondo

⁴⁵ Cfr., tra gli altri, Bernanke, Ben S. e Mark Gertler. "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission.", Working Paper No 5146, *National Bureau of Economic Research*, Giugno 1995; Gertler, Mark e Simon Gilchrist. "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms.", *NBER Working Paper*, 3892,

le quali una contrazione del credito offerto dalle banche al sistema non viene agevolmente sostituita dall'autofinanziamento o dall'emissione di titoli, specie nelle realtà imprenditoriali medio-piccole, ma si riflette, al contrario, direttamente sul volume degli investimenti produttivi, comportando una contrazione dell'attività reale.

Per i Paesi europei considerati ed il Giappone, la tabella sembra confermare il predominio netto dell'autofinanziamento come risorsa per gli investimenti produttivi, anche se viene riconosciuto un ruolo più importante al credito bancario, di gran lunga la fonte di *external finance* più significativa.

Pur senza entrare nel merito di una valutazione di tale nuovo approccio alla *corporate finance*, sembra, tuttavia, di dover osservare come la finalità che si propone (isolare la risorsa che va a finanziare gli investimenti in capitale fisico) non appaia rilevante ai fini del dibattito concernente la trasmissione della politica monetaria.

È vero, infatti, che il *credit channel* presuppone l'esistenza di un settore produttivo sostanzialmente *bank-dependent*, ed è anche vero che una metodologia come quella di Mayer-Corbett-Jenkinson sembra negarla per ogni Paese, ma è pur vero che l'autofinanziamento è una forma non finanziaria di reperimento fondi, che dipende dallo stesso risultato di gestione e da politiche aziendali non sempre e non solo legate a scelte di portafoglio. Appare dunque forzato dedurre dalla Tab. 7.1 che tutti i Paesi citati siano *self-dependent* e che contrazioni dell'offerta di credito sarebbero osservate e sterilizzate con indifferenza. Molto più realistico appare considerare il peso che il credito bancario ha sul totale delle risorse finanziarie delle imprese, escludendo quelle non finanziarie come appunto la ritenzione degli utili.

In questo modo, pur restando in un'ottica di fonti nette, riemergono, pur vagamente, le caratteristiche peculiari dei vari sistemi economici, con un ruolo più importante per le banche nei Paesi ad impostazione tradizionalmente indicata come *bank-based*, e una rilevante posizione occupata dai titoli e dalle azioni⁴⁶ in Paesi tipicamente classificati come *market-based*.

Novembre 1991; Kashyap, Anil K. e Jeremy C. Stein. "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets.", Working Paper 4821, *National Bureau of Economic Research*, Agosto 1994.

⁴⁶ Una posta fortemente negativa per le azioni non vuol dire che le imprese ricorrono poco agli aumenti di capitale per finanziarsi, quanto piuttosto che il settore industriale nel suo complesso entra ad operare nel mercato finanziario più di quanto non facciano famiglie o istituzioni finanziarie come i fondi pensione, le banche d'affari o le assicurazioni, generando flussi finanziari netti negativi. Ciò è comunque ancora indice di un notevole spessore e una notevole efficienza dei mercati finanziari.

Fig 1.a. Struttura finanziaria delle imprese non finanziarie, 1984-92
Flussi finanziari lordi; punti percentuali.

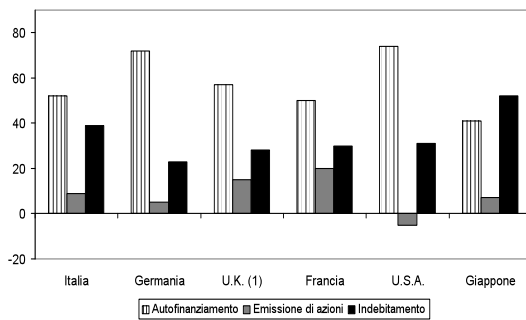
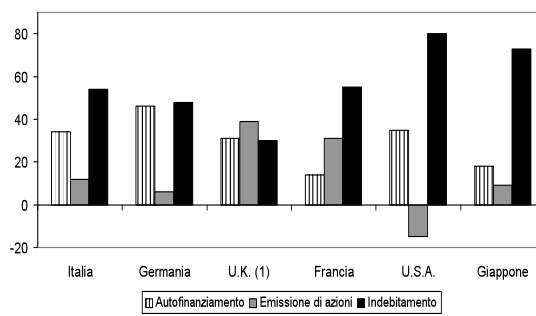


Fig 1.b. Struttura finanziaria delle imprese non finanziarie, 1984-92
Flussi finanziari al netto del deprezzamento; punti percentuali.



(1) 1984-1990

Fonte: OECD Economic Surveys, Germania (1995).

Per avere una rappresentazione dei sentieri finanziari seguiti dalle imprese, l'alternativa ai dati forniti da Corbett e Jenkinson, consiste nell'osservazione dei dati OECD.

Pur continuando ad includere la ritenzione degli utili tra le fonti di finanziamento delle imprese, questa volta, però, non considerando la depurazione delle corrispondenti voci dell'attivo, la rappresentazione che l'OECD propone della struttura finanziaria delle imprese (fig. 1.a. e 1.b.) è più coerente con le aspettative tradizionali. Depurando i dati dal deprezzamento del capitale fisico, si nota come esso costituisca gran parte della posta attribuita all'autofinanziamento, e come, su base netta, l'*external finance* sia la principale risorsa finanziaria in tutti i Paesi. Solo la Germania presenta un significativo tasso di autofinanziamento anche su base netta, ma ciò sembra riconducibile all'importanza, per le compagnie tedesche, che giocano gli accantonamenti in riserve al servizio degli schemi pensionistici e fiscali. Per il resto emerge il comportamento delle imprese britanniche che sembrano poggiarsi in maggior parte sul finanziamento raccolto sul mercato azionario, mercato che, abbastanza sorprendentemente, sembra giocare un ruolo molto importante anche in Francia, dove è sicuramente meno sviluppato che altrove.

È da osservare, inoltre, che l'OECD analizza i flussi e gli stock finanziari delle imprese non finanziarie in due distinte pubblicazioni: una divisa per Paese che copre un certo intervallo di tempo ed esamina i conti finanziari di tutti i settori di ciascun sistema⁴⁷, ed un'altra, unica, a cadenza annuale che si occupa della situazione finanziaria del solo settore delle imprese non finanziarie di tutti i Paesi OECD⁴⁸.

I dati riportati nelle due pubblicazioni sono fortemente eterogenei, come sottolineato dallo stesso OECD⁴⁹, poiché si riferiscono a diversi campioni di imprese.

Il campione rappresentato nella *Part 3* è costituito da un numero circoscritto di imprese, per lo più di grande dimensione, e i dati che ne risultano non rispettano un criterio omogeneo di classificazione, per cui un confronto internazionale, specie basato sulle sotto-classificazioni, risulta di scarsa attendibilità.

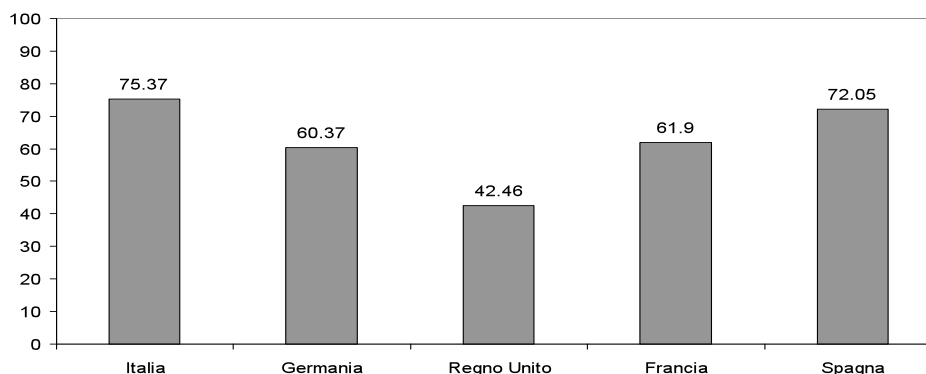
La *Part 2*, invece, diffonde dati che si inseriscono in un quadro più omogeneo di conti nazionali, censendo un campione più vasto, e quindi più rappresentativo, di imprese non finanziarie, e consentendo un'analisi *cross-country* più significativa.

⁴⁷ OECD Financial Statistics Part 2, "Financial Accounts".

⁴⁸ OECD Financial Statistics Part 3, "Non-Financial Enterprises Financial Statements".

⁴⁹ Cfr. OECD Financial Statistics, "Methodological Supplement".

**Fig. 2. Rapporti di indebitamento delle imprese non finanziarie
1985-95**



Ciascuna pubblicazione distingue dati di stock e dati di flusso. La figura 2 utilizza dati di stock per il periodo 1985-1995, per una rappresentazione sintetica della struttura delle passività finanziarie (il *leverage ratio*) delle imprese non finanziarie, e conferma le impressioni tratte dall'analisi dei dati di flusso riportati nella figura 1 per il periodo 1984-1992.

Ai fini di una valutazione di come una politica monetaria, che influisca sull'offerta di credito bancario, si ripercuota in termini di scelte di portafoglio delle imprese, tuttavia, appare più opportuno riferire l'attenzione a dati di flusso piuttosto che non di stock. Questa opportunità risiede nella natura degli effetti che produce una manovra di politica monetaria, poiché essa incide direttamente sui flussi di capitale alle imprese, pur senza, eventualmente, essere così radicale da modificarne la struttura di fondo delle passività. Ciò vuol dire che, se indubbiamente una struttura delle passività sbilanciata verso il credito bancario rivela una dipendenza delle imprese da questa risorsa finanziaria, un'analisi di come si evolvano i flussi finanziari in un determinato arco di tempo meglio evidenzia il sentiero dinamico che l'impresa segue nel finanziamento delle proprie attività.

Per questi motivi la Tab. 7.2 riporta, per cinque Paesi prossimi Stati dell'Unione, la media dei flussi di capitale di finanziamento delle imprese non finanziarie per il periodo 1985-1995, pubblicati dall'OECD nei Conti Finanziari nazionali⁵⁰.

Essi indicano la composizione delle risorse finanziarie tra emissione di azioni (Equity) ed *external finance* (Debito), nonché, di maggior rilevanza ai fini della presente analisi, la composizione interna di quest'ultima.

⁵⁰ OECD Financial Statistics Part 2, "Financial Accounts": Capital operations and financial transactions of NFEs.

Tab. 7.2 **Flow-of-funds: risorse finanziarie delle imprese non finanziarie, 1985-1995**
Percentuale sulle passività finanziarie totali

	Germania	Francia	Italia	U.K.	Spagna
Equity	9.84	37.16	21.58	24.94	21.46
Debito	90.16	62.84	78.42	75.06	78.54
<i>di cui:</i>					
Titoli	7.14	15.59	0.86	48.79	3.60
Prestiti	81.41	33.67	80.63	50.99	82.26
Credito commerciale	2.54	34.16	2.76	0.23	n.a.
Altro	8.91	16.57	15.75	-0.01	14.14

Fonte: *OECD Financial Statistics Part 2, Financial Accounts, vari Paesi, vari anni: Capital operations and financial transactions of NFEs*

Per quel che riguarda la prima classificazione, l'esame dei dati sembra confermare innanzitutto le linee generali tracciate dalle figure 1 e 2: per tutti i Paesi la risorsa finanziaria primaria appare l'indebitamento esterno; nuovamente rilevante appare l'impiego dell'emissione di azioni come strumento di finanziamento delle imprese francesi, in misura ancora maggiore che per la Gran Bretagna, a testimonianza di un mercato azionario in espansione.

Le cifre relative alla Gran Bretagna sono meno distanti da quelle degli altri Paesi di quanto non risulti dalle figure 1 e 2, ma questa incoerenza, oltre al diverso periodo di riferimento, è dovuta al fatto che le figure sono tratte dalla pubblicazione sul solo settore delle imprese non finanziarie, l'unica a considerare una ripartizione delle risorse in non finanziarie (autofinanziamento) e finanziarie (emissione di azioni + indebitamento) da confrontare con quella fornita da Mayer-Corbett-Jenkinson. La Tab. 7.2, infatti, ridimensiona il ruolo dell'approvvigionamento tramite emissione di azioni (che resta solo di poco superiore a Italia e Spagna), ribadendo il massiccio ricorso all'*external finance*.

Ciò che risulta, però, più interessante della Tab. 7.2 è l'analisi della seconda ripartizione, quella che scompone il finanziamento esterno nelle sue componenti principali, e che offre una rappresentazione del portafoglio passività delle imprese per la parte più rilevante ai fini di una valutazione del *credit channel*.

Quello che emerge da questa analisi è l'eterogeneità cui si faceva cenno in principio, anche se non nelle dimensioni che ci si potevano attendere.

In particolare, la Germania, l'Italia e la Spagna manifestano una profonda dipendenza dai fondi presi a prestito, che rappresentano più dell'80% delle risorse raccolte all'esterno, a fronte di un ruolo estremamente marginale riservato ai titoli, che se in Germania raggiungono il 7.14%, in Spagna non raggiungono il 4% e in Italia nemmeno l'1%.

Anche il credito commerciale risulta di scarso rilievo nel finanziamento esterno delle

imprese in questi tre sistemi, la cui voce non appare affatto nella classificazione per la Spagna e supera di poco il 2% per l'Italia e la Germania.

Questi dati sono coerenti con le realtà economico-finanziarie dei tre Paesi citati. La virtuale assenza di offerta di capitale "disintermediato" in Italia e Spagna dovuta all'arretratezza dei rispettivi sistemi finanziari e il sistema di *Hausbank* tedesco, improntato sulla costante presenza di istituzioni bancarie negli aspetti gestionali e finanziari delle imprese non industriali, nonché un trattamento fiscale delle varie risorse finanziarie notevolmente a vantaggio del debito⁵¹, delinea e giustifica i termini di una tale dipendenza dal settore bancario.

In particolare la Germania, in cui il mercato finanziario è sufficientemente sviluppato da lasciare intuire un maggior ruolo dei titoli (azionari e non) come risorsa finanziaria, specie con

Tab. 7.3 **Stock market statistics in 1993**

	Italy	U.S. ¹	Japan ²	Germany	France ³	U.K. ⁴
Number of listed companies of which:	246	1946	1775	1297	934	2412
<i>Foreign</i>	4	158	108	633	208	485
<i>Newly listed</i>	5	225	23	68	14	186
Market capitalisation (billion US dollar)	144	4221	2906	461	455	1199
Turnover value (billion US dollar)	66	2283	793	595	172	857
Turnover velocity (in per cent)	48,6	50,8	25,4	150,3	43,2	40,9
Gross amount of new capital raised by domestic companies (billion US dollar) of which:	10	102	7	9	21	26
Initial public offerings (per cent)	1,4	56,4	n.a.	n.a.	46	28,1
Number of bond issuers of which:	62	574	643	712	639	1527
<i>Domestic private sector</i>	41	529	583	193	3	899
Market value of bonds listed (billion US dollar) of which:	584	2528	1599	1546	655	876
<i>Domestic private sector</i>	4	215	159	767	117	182
Price-earnings ratio	58,6	23,4	64,9	24,5	19	24,8

¹ New York Stock Exchange.

² Tokyo.

³ Parigi.

⁴ Londra.

Fonte: *Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (1994), Statistics 1993.*

⁵¹ Per un confronto internazionale dei cunei fiscali, cfr. OECD Economic Surveys, Germany, '95, p. 112

Tab. 7.4 **Proprietà delle azioni ordinarie**
Percentuale delle azioni sul mercato

	Germania 1993	U.S.A. 1994	Giappone 1992	Francia 1994	Italia 1994	U.K. 1993
Istituzioni finanziarie	29.0	44.5	48.0	7.8	7.8	61.8
Banche	14.3	0.1	18.9	3.8	4.4	0.6
Assicurazioni	7.1	6.0	19.6	1.9	3.4	17.3
Fondi pensione ed altro	7.7	38.4	9.5	2.1	0.0	43.9
Istituzioni non finanziarie	71.0	55.5	52.0	92.2	92.2	38.2
Imprese non finanziarie	38.8	0.0	24.9	57.9	24.5	3.1
Famiglie	16.6	51.4	22.4	19.5	50.5	17.7
Enti di Stato	3.4	0.0	0.7	3.7	8.0	1.3
Non residenti	12.2	4.2	4.0	11.1	9.2	16.3

Fonte: **Germania**: Deutsche Bundesbank (1994), *Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten*, Monatsbericht, vol. 46, n. 10; **Stati Uniti**: Board of Governors of the Federal Reserve System (1994), *Flow of Funds Accounts*; **Giappone**: Japan Securities Research Institute (1992), *Securities Market in Japan*; **Francia**: INSEE (1994), *Comptes nationaux*; **Italia**: Banca d'Italia (1996), *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti, Appendice*; **Regno Unito**: Central Statistical Office (1993), *Share Register Survey Report*.

riferimento a quello italiano (cfr. Tab. 7.3.), vede meno del 10% delle risorse finanziarie provenire dall'emissione di azioni, e ancor meno da quella di altri titoli.

Tale evidenza trova le sue origini proprio nei rapporti banca-impresa generati dalla presenza di *main banks*, che risultano di notevole stabilità e durata, e prevedono non solo la fornitura di fonti di finanziamento, ma anche servizi complementari come la consulenza e il monitoraggio. Se a ciò si aggiunge che la partecipazione bancaria nei consigli d'amministrazione delle imprese industriali è la più alta tra i Paesi europei presi in considerazione (più del 14%, cfr. Tab. 7.4.), e che è legale ed assai diffuso l'esercizio per procura del diritto di voto in assemblea, ci si rende conto di come la presenza e l'ingerenza del settore bancario in quello industriale sia radicata.

La naturale conseguenza, analogamente alla realtà giapponese, è un flusso continuo di informazioni sullo stato di salute delle imprese da queste ultime verso le banche, le quali godono di un indubbio vantaggio comparativo nei confronti delle altre istituzioni finanziarie. È in questi termini che si caratterizza la specialità dell'approvvigionamento finanziario fornito dalle banche nel sistema tedesco, non indifferentemente sostituibile con fonti alternative.

Diversamente si può dire del Regno Unito. Qui più del 60% delle azioni in circolazione sono detenute da istituzioni finanziarie, ma meno dell'1% dalle banche, scoraggiate a possederne grandi quantità da regole di adeguamento del capitale. Di conseguenza le relazioni banca-impresa che ne conseguono risultano meno caratterizzanti, venendo meno così uno strumento di circolazione delle informazioni che in altri Paesi rende le banche avvantaggiate nel processo d'intermediazione.

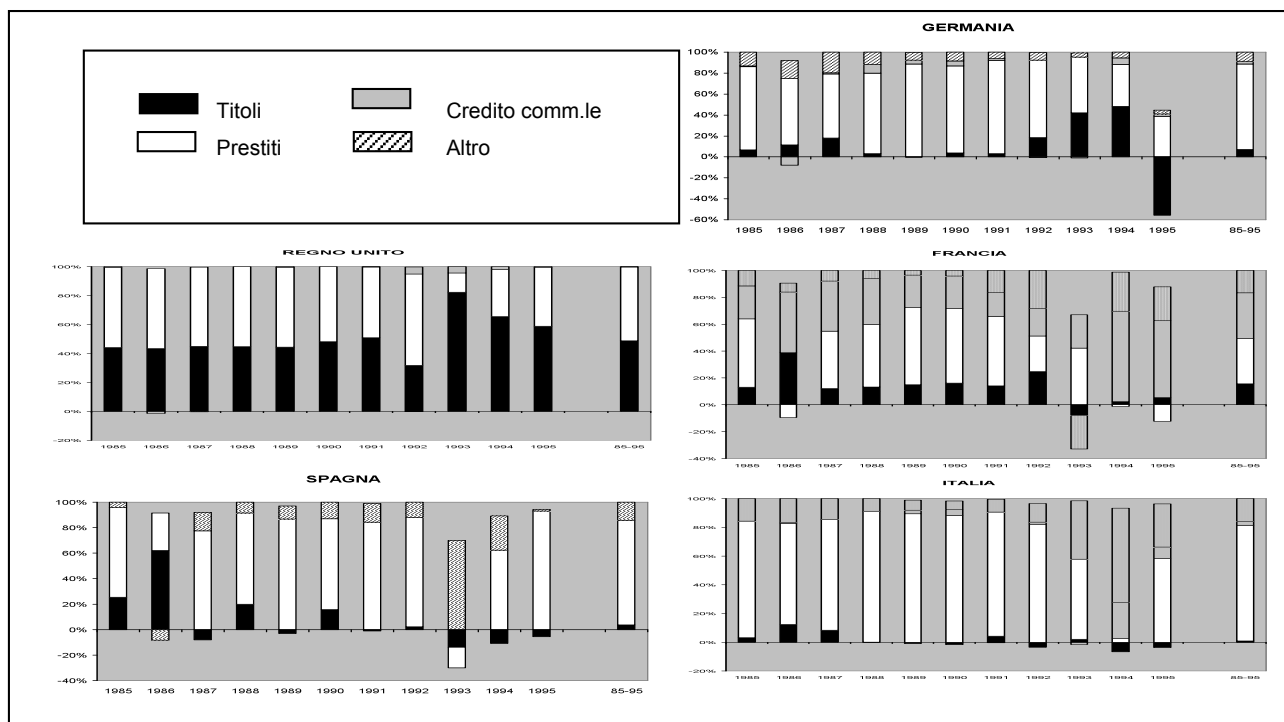
Il trattamento fiscale delle risorse finanziarie, inoltre, è meno sfavorevole all'emissione di azioni di quanto non lo sia per Paesi come la Germania o la Spagna, e l'alto grado di sviluppo e di efficienza del mercato finanziario consente non solo un rapido accesso alle contrattazioni di titoli azionari, ma anche un agevole ricorso all'emissione di titoli di debito privati a breve e lungo termine.

Il limitato ruolo e la scarsa ingerenza delle banche nel sistema industriale inglese, unitamente all'efficienza dei mercati finanziari giustificano, dunque, le cifre riportate nella Tab. 7.2 per il Regno Unito, che mostrano l'*external finance* comporsi quasi esclusivamente di titoli e credito bancario, in proporzioni sostanzialmente equivalenti (48.79% delle risorse sono detenute in titoli e 50.99% in prestiti).

Questi dati suggeriscono una minore dipendenza delle imprese industriali inglesi dal credito bancario, che trova nell'emissione di titoli un sostituto quasi perfetto lungo tutto il periodo di riferimento (cfr. fig. 3.).

Discorso a parte va fatto per la Francia. Qui, infatti, diversamente che in tutti gli altri sistemi economici considerati, sembra che il ruolo principale sia giocato dal credito commerciale, a fronte di un, sostanzialmente, pari utilizzo di prestiti e di un ricorso all'emissione di titoli, diversi dalle azioni, notevole rispetto agli altri Paesi "continentali". Questo dato trova una certa interpretazione nella struttura proprietaria dall'azionariato

Fig. 3. External finance delle imprese non finanziarie, 1985-95



Fonte: OECD Financial Statistics Part 2, "Financial Accounts": Capital operations and financial transactions, vari Paesi, vari anni

(cfr. Tab. 7.4.), da cui risulta una elevata concentrazione della proprietà nelle mani dello stesso settore industriale (più del 57% delle azioni in circolazione), attraverso la pratica delle partecipazioni incrociate, di gran lunga maggiore di tutti gli altri Paesi considerati. Il ruolo delle banche nel controllo delle compagnie francesi è minimo, anche a causa della normativa che vietava agli istituti di credito di possedere partecipazioni nel capitale azionario di imprese non finanziarie, la cui revisione del 1984 non ha avuto effetti notevoli nell'assetto proprietario.

Da ciò discendono rapporti banca-impresa che, pur essendo più importanti che nelle realtà anglosassoni, sono molto meno profondi di quelli caratterizzanti il sistema tedesco, con tutto quello che ne consegue in termini di circolazione delle informazioni e condivisione del rischio d'impresa. Dopo il rilassamento dei divieti di partecipazione al capitale azionario imposto alle banche, tuttavia, importanti mutamenti si sono verificati almeno nel processo d'intermediazione bancaria. Si è gradualmente passati, infatti, da giudizi sull'opportunità del prestito fondati su relazioni individuali e basati sulla "reputazione" del potenziale prenditore di fondi, all'accordo del 1993 che pone le relazioni banca-impresa francesi a metà strada tra la prassi statunitense e quella tedesca, attribuendo loro l'anglosassone natura contrattuale accanto all'enfasi su regolare circolazione d'informazioni e prestazione di servizi di consulenza tipica dei sistemi tedesco e giapponese.

Tutto ciò interpreta almeno parzialmente la dispersione tra le risorse espressa dalla Tab. 7.2, che comunque evidenzia un notevole ricorso al finanziamento tramite titoli. In termini dinamici, infine, è possibile notare come, nel periodo di riferimento, risulti proprio la combinazione di titoli e credito commerciale a rappresentare l'alternativa al credito bancario considerata (cfr. fig. 3.).

7.2 Conclusioni: la trasmissione della politica monetaria

Il comportamento del settore non finanziario, con riferimento al finanziamento dei propri progetti d'investimento, risulta determinante nella valutazione dell'operatività di un *credit channel*, e dei modi e tempi con cui esso agisce.

È necessario, cioè, che il sistema produttivo non guardi con indifferenza alle varie forme di finanziamento disponibili, ma ritenga il finanziamento "intermediato", in qualche modo, particolare, non liberamente sostituibile con altri mezzi finanziari. Se questo è il caso, allora una restrizione monetaria che non potesse essere sterilizzata dal sistema bancario e che si traducesse in una contrazione del credito offerto al sistema⁵², metterebbe le imprese nelle condizioni di dover ripiegare su fonti alternative, meno appetibili perché più costose, e probabilmente di operare una selezione degli investimenti programmati, ora non tutti perseguibili.

⁵² Questa impossibilità, conseguenza dell'esistenza, nei bilanci bancari, unicamente di passività soggette all'obbligo di riserva, costituisce il primo *building block* della *credit view*, da verificare con analisi del sistema finanziario e bancario che dimostrino l'imperfetta sostituibilità che caratterizza prestiti e titoli nell'attivo patrimoniale delle aziende di credito.

L'analisi dei flussi di fondi verso le imprese in alcuni Paesi membri può aiutare a intuire il tipo di trasmissione che veicolerà gli impulsi monetari della BCE all'economia reale europea e il grado di eterogeneità presente nel territorio.

Con riferimento ai cinque Paesi esaminati, appare che l'eterogeneità, in termini di meccanismo di trasmissione della politica monetaria, non sia poi così profonda come ci si potrebbe attendere solo sulla base di considerazioni sommarie sui sistemi economici.

In particolare, l'Italia, la Germania e la Spagna sembrano mostrare imprese tutto sommato simili nelle proprie abitudini finanziarie, nettamente poggiate sull'intermediazione bancaria.

La dinamica del ricorso alle varie fonti, rappresentata in fig. 3, evidenzia chiaramente questa tesi, sottolineata anche dall'analisi di episodi particolari. Mentre il dato sintetico fornisce informazioni di base, infatti, l'esame di un sub-periodo può stimolare anche altri interessanti osservazioni. In Italia, ad esempio, il crollo nell'erogazione di credito del biennio '93-'94, probabilmente riconducibile alla crisi del 1992, sembra aver provocato movimenti compensatori nella direzione del credito commerciale o di strumenti diversi piuttosto che dell'emissione di titoli, a riprova del limitato uso che le imprese italiane fanno e possono fare di tali strumenti di debito. In Germania, invece, il maggiore sviluppo del mercato finanziario consente che allorché il credito si riduca, le imprese abbiano la possibilità di finanziarsi emettendo titoli.

Considerazioni di carattere economico, fiscale e normativo portano dunque a ritenere, per questi tre Paesi, sostanzialmente vigenti le condizioni che caratterizzano un sistema industriale esposto al canale del credito.

I dati per la Francia porterebbero a ritenere che le condizioni di operatività del *credit channel* siano meno evidenti, ma ciò non è del tutto vero.

La teoria monetaria che risiede nella *credit view*, infatti, non rileva soltanto un canale che opera direttamente attraverso modificazioni dell'offerta di credito bancario che si ripercuotono sugli investimenti di quelle imprese che ne dipendono (*bank lending channel*), ma sottolinea anche un secondo funzionamento dello stesso meccanismo, il *balance-sheet channel*. Questo secondo canale agisce attraverso le modificazioni che gli effetti di prezzo innescati da una restrizione monetaria comportano nel valore di mercato di un'impresa e dei collaterali a sua disposizione.

Tali effetti hanno la conseguenza di indebolire la posizione debitoria del prenditore di fondi non solo verso le aziende di credito, ma anche verso datori di fondi che non siano banche, quali ad esempio altre imprese non finanziarie, nonché di peggiorarne i flussi di cassa. È pur vero che relazioni di partecipazione incrociata possono portare a posizioni agevolate nell'erogazione di credito commerciale, ma è altrettanto vero che tali posizioni difficilmente sarebbero in grado di by-passare il problema della solvibilità del debitore, che comunque troverà più oneroso perseguire i piani d'investimento originari, e si vedrà costretto a rivederli.

Anche la Francia appare dunque esposta alla trasmissione della politica monetaria attraverso il canale del credito, seppur in maniera diversa e probabilmente con tempi ed intensità differenti.

Affermare, infatti, che determinati sistemi economici siano tutti, in teoria, soggetti ad un potenziale *credit channel*, non significa affatto negare o risolvere il problema dell'eterogeneità della trasmissione degli impulsi, la quale si manifesta anche nei tempi e nell'intensità. Il che non è da poco, se si considera che interventi di politica monetaria mirati alle esigenze di una parte del territorio potrebbero risultare destabilizzanti per una parte differente.

L'unico Paese per il quale la dipendenza del sistema industriale dal credito bancario è meno evidente sembra essere il Regno Unito. Qui, infatti, l'alto grado di sviluppo dei mercati e degli strumenti finanziari a disposizione degli operatori economici offrono valide alternative al credito bancario come risorsa finanziaria delle imprese, come dimostra anche il sentiero dinamico tracciato dalla fig. 3, che mostra come a flessioni nel volume di credito concesso corrispondano incrementi quasi esclusivamente nell'utilizzo di titoli. La Gran Bretagna sembra, dunque, un ambiente più adatto ad un tradizionale *money channel* di trasmissione della politica monetaria.

Nel complesso, in definitiva, sembra di poter concludere che un canale del credito sia effettivamente riscontrabile nella trasmissione di impulsi monetari dalla BCE al sistema economico europeo, e che l'eterogeneità in tale trasmissione sia, sì, un tratto caratterizzante dell'economia dell'Unione, ma, almeno dal punto di vista delle imprese, meno di quanto l'opinione comune possa tradire.

L'analisi proposta, tuttavia, si esaurisce in un livello descrittivo, puramente indicativo ma insufficiente per decisivi riscontri empirici, per i quali si rende necessaria un'analisi più profonda delle interazioni tra sistema industriale e finanziario attraverso tecniche econometriche.