

DI UNA ECONOMIA DI MERCATO COMPATIBILE CON LA SOCIALIZZAZIONE DELLE SOVRASTRUTTURE FINANZIARIE

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Richiami a una indagine americana del 1955 sul funzionamento del mercato di borsa. — 3. Il caso dell'IOS, a distanza di un quindicennio, e i suoi aspetti più clamorosi. — 4. La «sovrànità del risparmiatore» e la sua manipolazione da parte della intermediazione specializzata. — 5. Mercato azionario e efficienza economica nel periodo breve. — 6. L'efficienza allocativa dei mercati finanziari nel periodo lungo. — 7. Se la borsa sia un efficace «guardiano dell'efficienza» nell'impiego delle risorse allocate per suo tramite. — 8. Una proposta recente di centralizzazione nazionale delle operazioni di borsa. — 9. Possibilità di soluzioni che portino a un «rigetto» della borsa e del suo folklore.

1. — Se l'occasione immediata per le considerazioni contenute in questo scritto è stata fornita da talune recenti manifestazioni aberranti del modo di operare dei mercati finanziari, nel nostro come in altri paesi, l'interesse per i problemi di cui lo scritto si occupa è ben più remoto. Nei primissimi anni del dopoguerra mi capitò di leggere un articolo, come sempre limpido e suadente, di Luigi Einaudi che illustrava con piena adesione le idee espresse a suo tempo da Eugenio Rignano nel volume *Per una riforma socialista del diritto successorio* (1920). Nell'articolo einaudiano l'accento veniva posto non sul carattere socialista della riforma successoria, ma sulla compatibilità della economia di mercato con un trattamento fiscale delle successioni che fosse ispirato ad avanzate idealità sociali. A mia volta, più che dal problema specifico, fui interessato dalla tesi generale che esso implicava. La tesi, cioè, della compatibilità della economia di mercato con riforme le quali incidano profondamente in strutture e istituzioni che storicamente sono venute a coesistere con l'economia di mercato stessa, ma non sono essenziali al suo funzionamento. Ed è precisamente in questa tesi l'origine remota delle presenti note.

Da tempo sono convinto che la sovrastruttura finanziario-borsistica,

con le caratteristiche che presenta nei paesi capitalistamente avanzati, favorisca non già il vigore competitivo, ma un gioco spregiudicato di tipo predatorio che opera sistematicamente a danno di categorie innumerevoli e sprovvedute di risparmiatori, in un quadro istituzionale che, di fatto, consente e legittima la ricorrente decurtazione o il pratico spossessamento dei loro peculi.

Esiste una evidente incoerenza tra i condizionamenti di ogni genere — legislativi, sindacali, sociali — che vincolano l'attività produttiva « reale » nei vari settori agricolo, industriale, di intermediazione commerciale e la concreta « licenza di espropriare l'altrui risparmio » che esiste sui mercati finanziari. Un rilievo del genere non trae motivo da fatti episodici o da insufficienze istituzionali attribuibili a carenze legislative. Si tratta di una constatazione originata dalla persistenza evidente, nell'ambito delle strutture finanziarie-borsistiche, di un capitalismo aggressivo e violento, che non sembra aver nulla in comune con lo « spirito di responsabilità pubblica » rilevabile come componente di una moderna strategia oligopolistica nell'ambito dell'attività produttiva industriale. Oggi, come è ben noto, non soltanto il creatore d'industria rozza e brutale, ma persino il creatore d'industria provvidenziale e paternalistico risultano incompatibili con concezioni non obsolete della vita industriale. Al contrario, esercita tuttora un anacronistico fascino (ed ha, soprattutto, deleterie possibilità di azione) il manipolatore spregiudicato di titoli di varia specie sui mercati finanziari interni e internazionali. Si tratta di una smagliatura logica il cui esame presenta un interesse non minore delle raffinate analisi intorno alla composizione ottimale del portafoglio in condizioni varie di incertezza. Indubbiamente il campo di indagine non si presta a ricerche che portino a risultati formalmente eleganti e precisi. Ma occorre confortarsi ricordando che può essere preferibile « aver ragione in termini vaghi, anzichè sbagliare con tutta precisione » (1).

2. — Si è detto che le carenze del mercato finanziario-borsistico, secondo la linea di pensiero di questo scritto, non vanno attribuite a circostanze occasionali o a difetti istituzionali, ma a uno squilibrio intrinseco dell'economia capitalistica, quale si è venuta storicamente sviluppando. Una affermazione del genere sembra contrastare, da un lato, con l'imponente contributo teorico costituito dagli studi che tendono a inquadrare la moneta nell'ambito delle differenti forme di at-

(1) Citato da K. W. Rothschild in *Teoria del prezzo e oligopolio*, in « *Economicisti moderni* », Laterza, Bari, 1971.

tività finanziarie tra le quali si può manifestare la scelta degli operatori economici (2); dall'altro, con lo sforzo in atto per l'armonizzazione e il coordinamento dei mercati finanziari sul piano supernazionale. E' per riflesso di questi orientamenti, nel pensiero teorico e nell'azione pratica, che l'atteggiamento critico nei confronti del mercato finanziario-borsistico è stato talvolta giudicato come espressione di « provincialismo ». Ma è un addebito che può agevolmente ritorcersi.

Può ritorcersi sul piano intellettuale, in quanto il meritorio studio di economisti stranieri non dovrebbe portare a trascurare gli insegnamenti stimolatori dei nostri maggiori maestri. E' in una raccolta di lezioni universitarie che Gustavo Del Vecchio ha avuto occasione di osservare — con riferimento appunto ai problemi monetari e creditizi in senso lato — che « la scienza economica ancora da fare » (verso la quale si è costantemente indirizzato il suo interesse analitico) avrebbe dovuto occuparsi degli aspetti *non concorrenziali* « del mercato monetario, del credito, bancario, ecc. » (3). Si è in presenza di spunti suggestivi e non di una trattazione elaborata. Ma quel che appare significativo è che, all'atto stesso di una presentazione semplificata del sistema economico per fini di apprendimento scolastico, si ponga in evidenza che, nei problemi monetari e finanziari in senso lato, « si tratta di elaborare tutta una teoria relativa a condizioni complesse, miste di concorrenza e di monopolio ». Ancor più questa avvertenza dovrebbe essere tenuta presente allorchè ci si occupi di problemi di politica economica: nell'esame dei quali si inclina sin troppo spesso ad avvalersi di analisi raffinate, ma estremamente discoste dalla realtà non concorrenziale dei mercati finanziari, interni ed internazionali.

Nè si dà minor prova di « provincialismo » (posto che i dibattiti economici debbano svolgersi sulla base di addebiti del genere) allorchè si prospettano gli assetti istituzionali « altrui » dei mercati finanziari e borsistici come modelli ideali verso i quali si dovrebbe tendere. Qui veramente si è in presenza di informazioni insufficienti o di una congenita tendenza a vedere il paradiso nell'inferno degli altri.

Già nel 1956, avendone rilevato la importanza demitizzatrice dell'assetto istituzionale del mercato di borsa degli Stati Uniti, ebbi a illustrare piuttosto diffusamente i risultati di una indagine parlamentare americana, svoltasi con una imponente partecipazione di econo-

(2) Alcuni dei più significativi contributi in questa direzione di indagine sono stati raccolti, a cura di M. Monti, nel volume *Problemi di economia monetaria*, Etas/Kompas, Milano, 1961.

(3) Cfr. G. DEL VECCHIO: *La sintesi economica e la teoria del reddito*, parte quarta delle *Lezioni di economia politica*, Cedam, Padova, 1950, p. 68.

misti accademici, di operatori pratici e di personalità investite di responsabilità politiche (4).

Poichè « nulla è più inedito della carta stampata », può essere utile richiamare alcune evidenze di tale inchiesta:

a) Indagini per campione, compiute nel 1949 e 1952, hanno posto in rilievo l'esistenza di una accentuata concentrazione del possesso azionario da parte dei privati e la mancanza di modificazioni sensibili del fenomeno tra le due date. L'indagine del 1952, compiuta presso l'Università di Michigan, ha accertato che meno dell'1% delle famiglie americane deteneva più dei quattro quinti di tutti i titoli negoziabili posseduti da privati.

b) La capacità del pubblico di « esporsi a delusioni speculative » (J. K. Galbraith) è esemplificata, nella indagine in esame, dalla crescente influenza esercitata sul pubblico da cronisti o improvvisati esperti finanziari che, con l'ausilio dei moderni mezzi di informazione, sono in grado di orientare decisamente il mercato nel senso da essi suggerito; dalla diffusione di lettere a catena che sollecitano determinati acquisti come mezzo di rapido arricchimento proprio e di persone amiche; dalle vendite di beni di consumo durevole, sollecitate con l'offerta gratuita di un certo numero di azioni (generalmente relative a miniere di uranio); dalle dimensioni e caratteristiche « preoccupanti » assunte dalle vendite di taglio minimo (*penny stocks*) riguardanti, in prevalenza, iniziative per lo sfruttamento di petrolio o uranio.

c) Appare largamente documentata la riluttanza delle imprese a far ricorso al finanziamento in forma azionaria; riluttanza non attribuibile unicamente a motivi fiscali, o a mancanza di domanda, ma soprattutto a un deliberato « birth control » — come lo si è definito pertinentemente — che i dirigenti delle imprese esercitano sulle nuove emissioni. La questione è lucidamente puntualizzata nel seguente scambio di battute tra un senatore e l'allora Presidente del Consiglio dei Governatori del Federal Reserve System.

Sen. Monroney: « Non vi è nulla che possa essere fatto dal sistema

(4) Cfr. *Factors affecting the stock market*: Staff Report to the Committee on Banking and Currency, United States Senate, Washington, 1955; *Stock market Study: Hearings before the Committee on Banking and Currency*, United States, 1955. Conformemente all'uso, l'indagine viene designata con il nome del Presidente del Comitato suddetto, J. W. Fulbright. Lo scritto ricordato, con il titolo *Problemi odierni del mercato finanziario*, è incluso nei nostri *Saggi critici di economia*, De Luca, Roma, 1958, pp. 35-59.

della riserva federale quale incoraggiamento perchè il finanziamento avvenga in misura maggiore attraverso il mercato azionario e in misura minore in forma di indebitamento»? Martin (Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema): « No; non ritengo che ci spetti di decidere in materia di affari per conto degli altri ».

Indipendentemente dalla validità che si attribuisca alla risposta, il fatto stesso della formulazione della domanda pone in luce più realistica la politica di finanziamento dei complessi produttivi, in condizioni di prevalente oligopolio (e in una « era dell'inflazione », come quella prevalsa — tutto sommato — a partire dal secondo dopoguerra).

A distanza di un quindicennio dall'epoca in cui questi rilievi furono formulati, gli stessi o analoghi problemi possono essere considerati alla luce di più recenti ricerche. E' su di esse che volgeremo ora l'esame.

3. — Nell'arco di tempo appunto di un quindicennio, per impulso di un personaggio pittoresco che ha di recente formato oggetto di due volumi biografici (5), l'inclinazione del pubblico a « esporsi a delusioni speculative » è stata posta a fondamento dell'attività vertiginosa dell'organizzazione denominata *Investors Overseas Services* (IOS). Partendo dal nulla, questa organizzazione aveva raggiunto intorno al 1970 la posizione sintetizzata dalle seguenti cifre: « più di un milione di clienti in 126 paesi, circa 20.000 impiegati e venditori operanti attraverso un centinaio di società azionarie, con giro medio di affari di 3 milioni di dollari al giorno per 365 giorni l'anno, con un ammontare complessivo di altrui moneta amministrata di oltre 2 miliardi di dollari. Le vendite e gli acquisti di titoli da parte dell'IOS raggiunsero in qualche giorno un volume pari al 5 per cento degli scambi di titoli nella borsa di New York » (6).

Il fenomeno è significativo per più di un aspetto. Nel caso in esame, « l'intermediazione specializzata » che costituisce la ragion d'essere dei vari tipi di fondi di investimento era in realtà sostituita dalla ricerca spregiudicata di scappatoie fiscali, legislative e valutarie sia negli stessi Stati Uniti che nei numerosi altri paesi nei quali l'IOS aveva esteso la sua attività. E poichè il tracollo dell'organizzazione

(5) Cfr. B. CANTOR: *The Bernie Cornfeld story*, Lyle Stuart, Inc., New York, 1970; C. RAW, G. HODGSON, B. PAGE: *Do you sincerely want to be rich - Bernard Cornfeld and IOS: an International Swindle*, H. Deutsch, London, 1971

(6) Cfr. B. CANTOR: *op. cit.*, pag. 9.

ebbe inizio nel settembre 1969 per l'azione tenace e puntigliosa della *Securities and Exchange Commission* (7) americana, l'intera storia potrebbe essere vista come affermazione finale della correttezza finanziaria sulle costruzioni avventurose o fraudolente. Ma a parte il fatto che il caso dell'IOS, se è stato il più clamoroso, non è rimasto isolato, l'intervento correttivo dei poteri pubblici è giunto sempre tardivo e quando già ingente era l'ammontare del risparmio espropriato e il numero delle persone coinvolte. Riesce pertanto difficile condividere l'apologia corrente della « intermediazione specializzata » che, attraverso i fondi di investimento, dovrebbe salvaguardare i risparmiatori sprovveduti dai rischi delle decisioni di investimento finanziario, allorchè poi si riversa su di essi il rischio di distinguere tra gli « intermediari specializzati » finanziariamente corretti e quelli che non lo sono. D'altra parte, quando anche i pubblici poteri assolvessero con efficacia e tempestività il compito di fornire informazioni orientatrici delle scelte della collettività, (e si è ben lontani dall'adempimento adeguato di questa funzione già indicata con vigore da John Stuart Mill (8)), il pubblico va spesso alla ricerca di scuse per illudersi, più che di informazioni demitizzatrici. Come la recente corsa ai più spregiudicati « fondi di investimento » ha ricalcato, in molti aspetti, le vicende del parossismo borsistico degli anni venti, così non può escludersi che episodi analoghi abbiano a ripetersi nel futuro.

E' l'eliminazione *in toto* della speculazione borsistica, soprattutto nel comparto dei titoli azionari, che appare la soluzione appropriata ad un'epoca in cui, proprio per l'accresciuto numero dei risparmia-

(7) Dopo vari contrasti manifestatisi già in precedenza tra la SEC e l'IOS, l'attacco definitivo della prima avvenne alla vigilia della emissione internazionale (alla quale furono associate, purtroppo, molte reputate case bancarie in base al principio del *non olet*) di 11 milioni di azioni della IOS. Mentre il prezzo nominale era di 10 dollari per azione, le quotazioni anteriori alla emissione si aggirarono su 30 dollari per poi cadere, dopo l'inizio dell'offensiva della SEC, a 17 dollari dopo il primo giorno dell'emissione e a 14 in quello successivo. Agli inizi del 1970 le voci prevalenti erano che le quotazioni sarebbero state sostenute dall'IOS al livello di dollari 12,50; ma intorno al mese di maggio dello stesso anno le quotazioni erano scese a 2 dollari e in giugno la loro contrattazione venne sospesa alla borsa di Londra. In queste notizie è una stringata sintesi delle molte che possono istruttivamente leggersi nel citato volume di Cantor (p. 36-38).

(8) Sulle possibilità aperte all'azione pubblica « con l'essere di guida e accrescere le possibilità di informazione », si vedano di J. S. MILL i volumi di *Principles of Political Economy* (1848), p. 508.

tori alla ricerca di investimenti finanziari, appare inevitabile, e *insanabile con accorgimenti istituzionali*, che essi siano sempre esposti a rischi sproporzionati alle proprie possibilità conoscitive.

4. — Le vicende non edificanti che hanno accompagnato lo sviluppo di istituzioni tipiche della « intermediazione specializzata » nel settore finanziario, quali i fondi di investimento, hanno finito per esplodere, negli ultimi tempi, con la diffusione di tutta una serie di particolari sconcertanti (9). Tuttavia, e ci riferiamo ora in modo specifico al nostro Paese, l'esigenza di istituzioni dirette a realizzare una « intermediazione finanziaria specializzata » viene sostenuta con argomentazioni basate soprattutto sulla « povertà » del nostro mercato finanziario (nel senso di scarsità di titoli tra i quali possa operarsi la scelta dei risparmiatori) e sulla conseguente difficoltà dei risparmiatori stessi di effettuare la desiderata differenziazione degli investimenti.

E' certamente sorprendente che, in un periodo nel quale è ben nota la pressione esercitata in forme varie sulle preferenze dei consumatori, in vista di condizionarle, influenzarle e indirizzarle nelle direzioni volute, si prospetti il mercato finanziario come quello nel quale la « sovranità del risparmiatore » avrebbe ancora possibilità di affermarsi. Che, anche nel settore finanziario, l'inesperienza degli operatori

(9) Tra le cose meno edificanti che emergono dall'esame del lungo contrasto tra la SEC americana e l'IOS è che, in una certa fase, venne raggiunto un compromesso nel senso che la SEC avrebbe sospeso le sue indagini a condizione che l'IOS non avesse svolto la sua attività di vendita di titoli nei confronti di cittadini americani, anche se residenti all'estero. Sebbene la cosa possa essere giustificata con la considerazione che spettava agli stati esteri di proteggere eventualmente i propri cittadini nei riguardi dell'IOS, non può non colpire l'ambiguità morale di un tale espediente. Colpisce altresì come persone dal nome prestigioso si siano assunte il compito di svolgere una missione « diplomatica » nella America latina, per far comprendere ai politici locali che, dovendo essi in ogni caso riconoscere l'inevitabilità della esportazione illegale dei capitali, era comunque conveniente che un 20 per cento degli importi rimanesse nel paese, dando via libera all'azione dell'IOS. Non può escludersi che non manchi, nel nostro paese, chi inclini a considerare « realistico » un discorso del genere.

Infine si è accennato all'appoggio che l'IOS ha ricevuto da repute case bancarie, anche allorchè la spregiudicatezza del suo operato era largamente nota. L'esistenza di « scappatoie » legislative non preclude in alcun modo l'osservanza spontanea di regole di correttezza finanziaria. Ma una delle manifestazioni dell'« inquinamento finanziario » consiste appunto nel venir meno delle remore che dovrebbero suggerire comportamenti meno permissivi e più prudenziali.

sia manipolata con forme sottili di suggestione e di propaganda « di porta in porta »; che l'azione pubblicitaria svolta in questo campo sia necessariamente di tipo persuasivo, dato che nessuno possiede le informazioni occorrenti per un'attendibile valutazione dell'andamento futuro dei mercati finanziari; che la « intermediazione specializzata » miri in sostanza a soddisfare esigenze in larga parte artificiali che essa stessa concorre a creare; sono aspetti che non andrebbero ignorati e che potrebbero essere utilmente sottoposti ad accertamento empirico.

Esistono forme di « inquinamento finanziario » il cui costo sociale sembra meritare un'attenzione non minore di quella che è oggi di moda riservare ad altri aspetti di perturbamento ecologico. Ora, come l'inquinamento in genere può combattersi con mezzi idonei di prevenzione e di repressione, così « l'inquinamento finanziario » non dovrebbe (secondo quanto sembra di poter desumere dalle opinioni prevalenti) portare alla eliminazione della « intermediazione specializzata », bensì degli inconvenienti che vi sono connessi. Ecco dunque — a voler esemplificare — il provvedimento che ha mirato ad « arricchire » il nostro mercato finanziario con l'ammissione alla quotazione dei titoli di alcune grandi banche (misura talmente incongrua che riesce difficile giudicarla come una cosa seria). Ecco il ricorso a illustri vegliardi da mettere a capo delle istituzioni di « intermediazione specializzata », perchè forniscano ai risparmiatori un dignitoso avallo che in realtà (come poi dimostrano i fatti) non può porli al riparo dalle vicissitudini borsistiche e risulta in definitiva mistificatorio (per quanto sia penoso il rilevarlo).

E' la riflessione su questi e molti altri fatti che mi fa considerare preferibile la ricerca di vie più semplici di quella dell'assoggettamento a controlli e a vincoli della « intermediazione specializzata », che considero comunque in larga parte artificiosa. Nell'indicare questa via più semplice come « socializzazione delle sovrastrutture finanziario-borsistiche » ho inteso soltanto dire che potremmo utilmente adattare alle nostre esigenze alcuni aspetti del finanziamento degli investimenti praticato dalle economie socialiste: soprattutto l'eliminazione della speculazione borsistica.

Non ritengo che il groviglio delle manipolazioni finanziarie odierne, che trovano nella borsa il centro operativo, sia essenziale per il mantenimento di una attività produttiva multiforme, dinamica, progressiva. Non ritengo che l'integrazione economica dei mercati debba portare all'estendersi della sofisticazione finanziaria, con tutto il suo folklore e i suoi prestigiosi manipolatori di titoli, realizzatori di scalate espropriatrici di falangi di risparmiatori inconsapevoli. Mi corre obbli-

go di aggiungere che queste affermazioni vengono avanzate con piena consapevolezza della dissociazione che oggi esiste nelle economie occidentali tra la formazione del risparmio e la sua utilizzazione per fini di investimento. Anzi è appunto l'accrescersi del numero dei risparmiatori, la constatazione ben nota della loro riluttanza ad assumere rischi, il ripudio già in larga parte intervenuto (quanto meno nel nostro paese) del possesso azionario, che inducono a ritenere preferibile il ricorso a forme più semplici, limpide e palesi di investimento finanziario.

5. — Sin qui l'enfasi sembra essere stata posta sugli aspetti patologici della « intermediazione specializzata » nei mercati finanziari. Dalla documentazione di cui si dispone risulta che questi aspetti sono di notevole gravità; ma occorre anche soffermare l'esame sulle funzioni positive che vengono abitualmente riconosciute alla borsa e ai mercati finanziari in generale.

Un'analisi particolarmente chiara e penetrante di queste funzioni è stata svolta, qualche anno fa, da un economista di reputazione internazionale, William J. Baumol, in un volumetto dedicato appunto al « mercato azionario e l'efficienza economica » (10). Poichè, come del resto l'autore non manca di avvertire, i suoi interessi sono essenzialmente di carattere teorico, la trattazione — pur presupponendo una complessa realtà istituzionale — tende a cogliere l'essenza dei problemi indagati. Di qui l'utilità, ancor oggi notevole, a mio avviso, di far richiamo alle premesse dalle quali lo studio parte, agli interrogativi che esso pone e alle risposte che fornisce.

Le premesse riguardano le funzioni « ideali » di norma attribuite al mercato finanziario. E' appena il caso di ricordare l'importanza che riveste, per un sistema economico e per la sua crescita, l'impiego appropriato delle risorse che si designano con la denominazione comprensiva di « capitale ». Sia nel significato « reale » del termine che dal punto di vista « monetario », « la flessibilità » e la capacità di tempestiva reazione del meccanismo di allocazione del « capitale » influenzano direttamente l'adattabilità dell'apparato produttivo e conseguentemente incidono sulle prospettive di periodo lungo dell'intera economia » (11).

Ora, considerato come parte di questo meccanismo, il mercato finanziario è contraddistinto da caratteristiche che sembrano renderlo particolarmente idoneo a svolgere questa funzione di allocazione ap-

(10) W. J. BAUMOL: *The stock market and economic efficiency*, Fordham University Press, New York, 1965.

(11) *Op. cit.*, p. 2.

pro
stic
cap
off
cor
ple
nis
del
cor
inv
vid

por
tiv
siti
ess
za

lo

gat
qu
di
me
zia
tiv
det
me
nes

bra
e c
au
nis
del
di

res

Gio

propriata del « capitale » (monetario). In breve, esso è di guida alla gestione imprenditoriale con le informazioni che fornisce sul costo del capitale e sul livello più conveniente di investimenti da intraprendere; offre possibilità di accesso a un elevato numero di risparmiatori anche con disponibilità individualmente esigue, ma ragguardevoli nel complesso; consente la trasferibilità di fondi con un limitato sforzo amministrativo per gli interessati; dà modo di valutare le prospettive future delle imprese, e quindi le loro capacità di credito quando si presentino come richiedenti di nuovi fondi; rende infine possibile l'impiego in investimenti a lungo termine di risorse finanziarie appartenenti a individui che intendono conservarne la disponibilità in ogni momento.

« Per tutte queste ragioni, e senza dubbio per altre ancora, si è portati a considerare il mercato di borsa come lo strumento allocativo per eccellenza del capitale e, quando si eccettui qualche perplessità sugli effetti dannosi della speculazione, si è inclini a pensare che esso costituisca un meccanismo allocativo fornito di notevole efficienza » (12).

L'interrogativo fondamentale che lo studio in esame si pone è quello di verificare in modo approfondito la validità di questa affermazione.

Il quesito di fondo si scinde, per fini di analisi, in altri interrogativi più specifici. Con riferimento all'operare quotidiano del mercato, quali sono le procedure e le interrelazioni mediante le quali le forze di domanda e offerta si traducono in quotazioni correnti? Con riferimento alla funzione cruciale di allocazione efficace delle risorse finanziarie, quali relazioni effettivamente esistono tra i guadagni prospettivi delle imprese azionarie (guadagni che, idealmente, dovrebbero determinare le quotazioni dei rispettivi titoli) e i valori correnti di mercato? Converrà considerare in termini più espliciti i problemi connessi con questi due quesiti.

L'operare quotidiano del mercato di borsa, a prima vista, sembra identificarsi con il meccanismo automatico delle forze di domanda e offerta. Ma, in realtà, le cose stanno in modo diverso. « Il meccanismo automatico non è lasciato a se stesso; c'è un uomo nascosto nel meccanismo e che in effetti lo fa muovere. Poichè questa è, in essenza, una delle funzioni principali di chi opera *come specialista* nel mercato di borsa » (13).

Volendo limitare il nostro esame ai problemi *essenziali* non interessa, ai fini attuali, distinguere le varie qualificazioni professionali

(12) *Ibidem*, p. 4.

(13) *Op. cit.*, p. 9.

che questa attività specialistica può assumere, o le varianti che le qualificazioni stesse presentino nei diversi ambiti istituzionali. Quello che preme accertare è, da un lato, *ciò che ci si attende* dall'attività dell'operatore *specialista* sul mercato di borsa; dall'altro, la misura in cui *la sua azione effettiva si discosti da quella in certo senso ideale*.

Il compito assegnato allo specialista è quello di stabilire il prezzo (14); egli non può farlo, ovviamente, in modo completamente arbitrario, ma lo fa con un ampio margine di discrezionalità. Nelle presentazioni convenzionali della sua opera si tende a sottolineare che le operazioni da lui compiute, come compratore o venditore residuale (15), hanno una influenza stabilizzatrice sul mercato e vi salvaguardano il mantenimento di condizioni ordinate. Con maggior realismo, Baumol pone in rilievo alcune circostanze di fatto dalle quali risulta che queste operazioni costituiscono, per gli specialisti, anche una fonte non indifferente di profitti (16).

Ma le considerazioni di maggior peso riguardano l'esatto inquadramento teorico della parte svolta dallo specialista. Anzichè come soggetto che operi in condizioni competitive, egli va correttamente analizzato come monopolista, o oligopolista, in grado di amministrare i prez-

(14) « Un compito cruciale nella determinazione del prezzo è effettivamente delegato a un individuo le cui decisioni sono di solito definitive e che sembrano essere ben raramente contestate. Sembra non esservi dubbio che, entro dati limiti, e a condizione che le sue decisioni non siano del tutto irragionevoli, il prezzo è semplicemente quello che egli afferma essere richiesto dalle circostanze ». Cfr. *op. cit.* p. 12. Baumol si riferisce alla larga documentazione fornita al riguardo dal *Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*, Parte II, Washington, 1963.

(15) « Egli deve mantenere nella misura del possibile, mercati ordinati per i titoli di cui si occupa. Allorchè si verifichi una temporanea disparità tra offerta e domanda, egli compera o vende per proprio conto per moderare le variazioni dei prezzi tra le vendite. Nel far questo egli mantiene la continuità dei prezzi in modo più ordinato di quanto altrimenti si verificherebbe... » (Da un opuscolo sull'attività dello specialista, redatto dal New York Stock Exchange e citato dal Baumol, *ivi*, p. 17.

(16) « Sebbene le provvigioni forniscano una quota considerevole del reddito dello specialista, i profitti delle transazioni non sono affatto trascurabili e in alcuni anni, ad esempio nel 1959, hanno costituito più della metà dei redditi dello specialista. Un certo numero di imprese operanti come specialisti conseguono più dell'80% dei loro proventi dai profitti realizzati sulle operazioni di compra-vendita (...). In aggiunta, un'analisi per campione indica che la prevalente maggioranza delle operazioni compiute dallo specialista risulta aver dato luogo a profitti » (*op. cit.*, p. 16). Anche in altro luogo (p. 24), Baumol insiste sul fatto che le transazioni compiute dallo specialista diano in modo predominante origine a profitti, vedendovi una prova che « le sue decisioni tendono a discostarsi in maniera piuttosto sistematica dall'ideale competitivo ».

zi, rispetto al gruppo (concorrenziale) degli operatori che gli sono di fronte quali venditori o compratori.

La conseguenza ultima è che « i prezzi ai quali si perviene sui mercati finanziari e le quantità di titoli vendute ed acquistate non sono ottimali dal punto di vista sociale, perchè potrebbero essere scelti altri livelli di prezzi e altre quantità, in modo da avvantaggiare qualche partecipante, senza danneggiare nessuno » (17).

Nè, secondo la serrata critica del nostro Autore, può affermarsi con certezza che l'azione dello specialista riesca ad avere una influenza stabilizzatrice sul mercato. Questa influenza potrebbe essere riferita: alle tendenze dei prezzi nel periodo lungo; alle oscillazioni quotidiane dipendenti dalla discontinuità tra offerta e domanda; all'ampiezza e frequenza di altre fluttuazioni di tipo moderato; alle variazioni improvvise dovute all'insorgere di crisi. Fatta eccezione per le oscillazioni quotidiane, sulle quali lo specialista ovviamente influisce, con il fornire una continua fonte di offerta o la contropartita di una domanda continuativa, gli altri compiti di stabilizzazione o sono ragionevolmente al di fuori delle possibilità di azione dello specialista (come accade per le tendenze di lungo periodo), o non risultano soddisfatti in modo valido o persistente.

In definitiva, l'operare degli specialisti nel mercato finanziario, pur essendo indispensabile nell'attuale assetto istituzionale, nè porta a una formazione dei prezzi che possa dirsi socialmente ottimale, nè esercita una significativa influenza stabilizzatrice. Dobbiamo ora passare al secondo dei problemi indicati.

6. — L'esame dei problemi di periodo lungo si propone di accertare — come si è già indicato — se le tendenze dei prezzi che si affermano sul mercato di borsa siano tali da assicurare una allocazione efficiente delle risorse finanziarie. Per rispondere a questo intento, le quotazioni azionarie non dovrebbero discostarsi, nel periodo lungo, dalle prospettive di profitto delle corrispondenti società. « Se infatti i prezzi dei titoli di una società non corrispondessero ai suoi profitti, le risorse finanziarie non affluirebbero con prontezza verso le imprese più idonee ad utilizzarle, tale idoneità essendo necessariamente misurata dai guadagni previsti dall'impresa (...). Conseguentemente, le risorse reali verrebbero allocate in modo imperfetto. Inoltre, se i prezzi dei titoli fossero dissociati dalle potenzialità di guadagno, la borsa non avrebbe modo di agire come forza disciplinatrice, in grado di spingere

(17) *Op. cit.* p. 23.

le amministrazioni delle imprese nel senso della salvaguardia dell'efficienza operativa delle imprese stesse. Pertanto il prezzo dei titoli sul mercato è di importanza fondamentale per l'allocazione delle risorse » (18).

Ma se il modo in cui il mercato *dovrebbe* operare risulta ragionevolmente chiaro, l'analisi del modo in cui *effettivamente* opera appare ancora oggi contraddistinta da punti di vista contraddittori, dipendenti verosimilmente da persistenti lacune conoscitive.

Da un lato (e questa posizione estrema può farsi coincidere con le note tesi di Merton H. Miller e Franco Modigliani) le quotazioni azionarie tenderebbero ad essere determinate in modo sistematico e razionale, con un processo che le porterebbe a gravitare intorno al valore economico delle risorse reali rappresentate dai titoli; la politica dei dividendi delle imprese essendo del tutto irrilevante, nel quadro di questa analisi, in quanto sarebbero esclusivamente le potenzialità di profitto (indipendentemente dalla parte trattenuta per fini di finanziamento interno) a determinare il « valore intrinseco » dei titoli.

Dall'altro lato (e la posizione in tal caso si ricollega alle sottili considerazioni di Keynes sullo « stato dell'aspettativa a lungo termine » e sullo sforzo diretto a « prevedere in qual modo l'opinione media pensi che l'opinione media medesima si orienti » (19)), le quotazioni azionarie rifletterebero soprattutto fenomeni di speculazione e di aspettative. Le prospettive di profitto rientrerebbero ancora nel quadro, ma esclusivamente come uno dei possibili stimoli suscettibili di influire sulle aspettative degli operatori circa il comportamento altrui.

In aggiunta, una disponibilità crescente di indagini empiriche, spesso svolte con l'ausilio di elaborate tecniche statistiche (20), porta a concludere che le quotazioni sui mercati di borsa non consentono previsioni di tipo deterministico. Un comportamento puramente casuale delle quotazioni, peraltro, non è conciliabile con una loro sostanziale dipendenza dalle prospettive future di profitto delle imprese. Un certo carattere erratico dei guadagni societari può verificarsi nel periodo

(18) *Op. cit.*, p. 36.

(19) Cfr. J. M. KEYNES: *The general theory of employment interest and money*, Macmillan, London, 1936, p. 156.

(20) Cfr. C. W. J. GRANGER e O. MORGENSTERN *Spectral analysis of New York Stock Market Prices*, « *Kyklos* », 1963; P. H. COOTNER ed.: *The Random Character of Stock Market Prices*, MIT Press, Cambridge 1964; citati nel volume di Baumol, p. 39-40.

breve; ma sembra scarsamente plausibile con riguardo alle prospettive di periodo lungo, che sono quelle che qui interessano.

Il dibattito interpretativo su questi risultati delle indagini empiriche è ben lungi dall'essersi concluso (21). Ma, ai fini attuali, l'esistenza stessa di questi contrastanti punti di vista dovrebbe portare quanto meno a sospendere il giudizio circa l'efficacia funzionale del mercato di borsa come strumento allocativo delle risorse finanziarie nel lungo periodo.

Può aggiungersi che quanto si è detto finora riguarda quella parte del meccanismo di mercato che si esprime nella domanda. Ove l'attenzione si rivolga al lato dell'offerta, emergono ulteriori motivi che allontanano il funzionamento effettivo del mercato dallo schema del processo riequilibratore di periodo lungo, in condizioni ragionevolmente concorrenziali. Dal lato dell'offerta, infatti, le imprese che « offrono » titoli sono generalmente di tipo oligopolistico e il ricorso o meno al mercato azionario, mediante nuove emissioni, rientra nel quadro della loro complessa strategia. Negli Stati Uniti, rileva il Baumol, « per un insieme di motivi, (...) coloro che controllano la gestione delle società azionarie americane non hanno, negli anni più recenti, materialmente accresciuto la loro offerta di titoli azionari delle loro imprese, anche quando le condizioni di mercato erano particolarmente favorevoli. Occorre anzi dire che le amministrazioni azionarie hanno fatto di tutto per evitare l'offerta di nuovi titoli » (22). E' un rilievo, questo, che conferma una osservazione analoga già in precedenza esposta, e che dovrà essere ancora brevemente ripresa in seguito.

Per ora, questo sguardo sommario ai problemi di periodo lungo dei mercati finanziari può chiudersi prendendo atto che « il meccanismo concorrenziale di periodo lungo, come lo si concepisce abitualmente, funziona sul mercato di borsa soltanto in modo molto imperfetto, se pure funziona affatto. Ciò in quanto componenti importanti ed essenziali di quel meccanismo o non sono presenti o non sono operanti » (23).

7. — Se quanto finora esposto solleva notevoli dubbi sull'efficienza funzionale del mercato di borsa, *con riguardo a coloro che ottengono le risorse finanziarie*, vi è un ulteriore interrogativo che può porsi (sempre seguendo l'esposizione del Baumol). In quale misura, cioè, la borsa

(21) Per interessanti considerazioni sul significato da attribuire al carattere casuale delle quotazioni azionarie si veda il citato volume di Baumol, in particolare p. 43 sgg.

(22) *Op. cit.*, p. 51.

(23) *Op. cit.*, p. 59.

riesce a controllare l'impiego efficiente delle risorse finanziarie *da parte di coloro che se ne sono procurata la disponibilità?* Un simile compito di « guardiano dell'efficienza » non è estraneo alle funzioni della borsa: dovrebbe concretarsi nel più agevole accesso al mercato di borsa, da parte di chi fa uso proficuo delle risorse finanziarie, e in un trattamento punitivo assegnato invece agli amministratori inefficienti, nel caso del loro ricorso al mercato finanziario.

Senonchè (con riguardo alla situazione degli Stati Uniti d'America) la possibilità stessa di esercitare questo compito di « guardiano dell'efficienza » è praticamente esclusa, poichè le imprese societarie ricorrono in modo molto limitato — come si è detto — al lancio di nuove emissioni. Riprendendo l'accento in precedenza ricordato, il nostro Autore menziona varie indagini compiute negli Stati Uniti, tutte concordi nel porre in evidenza l'importanza predominante assunta dalle fonti interne, nel finanziamento delle imprese societarie, e il ricorso limitatissimo alle nuove emissioni azionarie (24). D'altra parte alcune importanti ricerche empiriche effettuate in Inghilterra, e che sarebbe utilissimo ripetere altrove, sembrano indicare che le risorse ottenute con l'autofinanziamento sono utilizzate in modo molto inefficiente (25). Ne deriva così un insieme significativo (anche se non definitivo) di elementi informativi che dovrebbe relegare nel novero dei « miti » la concezione della borsa come guardiana dell'efficienza.

La forza dei miti tuttavia, come è ben noto, consiste nella loro resistenza ai fatti che li smentiscono. Lo steso autorevole economista di cui ci siamo tanto largamente avvalsi, nella consapevolezza che in questa materia non avremmo potuto in alcun modo improvvisare una

(24) « Nel periodo di 15 anni (1947-1961) (...) gli utili non distribuiti hanno costituito dal 60 al 90 per cento del totale dei fondi, la media nel quindicennio essendo il 73 per cento. Una ulteriore caratteristica notevole è la relativa irrilevanza delle emissioni azionarie nette. Per l'intero periodo, esse hanno costituito *meno del 4%* della crescita complessiva ». Da uno studio *Capital goods review* del Machinery and Allied Products Institute, 1962, citato in Baumol, p. 68. Vi è tutta una serie di motivi che spiega questo comportamento, ma si tratta di motivi che non possono farsi rientrare in un meccanismo ragionevolmente concorrenziale.

(25) Cfr. I. M. D. LITTLE: *Higgledy Piggledy Growth*, « Bulletin of the Oxford Institute of Statistics », nov. 1962. Da questa indagine risulta che l'incremento dei profitti nelle imprese che destinano una quota rilevante degli utili all'autofinanziamento non è apprezzabilmente diverso da quello delle imprese che non fanno ricorso all'accantonamento di parte degli utili. Questi risultati, diversi da quelli che si sarebbe portati ad attendere, costituirebbero indizio di un uso inefficiente delle risorse ottenute per vie interne dalle imprese.

autonoma competenza, addolcisce la sua stringente critica con una considerazione finale fiduciosa, allorchè osserva che il mercato di borsa (americano) « ben lungi dall'ideale competitivo, minato da numerose e palesi carenze, svolge tuttavia un compito meritevole » (26).

Non ci sembra di poter condividere questo giudizio, anche se il nostro Autore lo qualifica con la considerazione che si tratta di un mercato « mai programmato da una organizzata deliberazione umana » (p. 83). Saremmo piuttosto portati ad osservare che, quando manca l'organizzata volontà umana programmatrice, inevitabilmente gli interessi sezionali finiscono per prevalere su quelli della collettività.

Di fronte alla limitata utilizzazione della borsa, come strumento di collocamento di nuove emissioni azionarie da parte dei grandi complessi oligopolistici, da un lato, e delle imprese di dimensioni medie, dall'altro, gli « specialisti » del mercato finanziario hanno dato vita a un artificioso lavoro puramente speculativo sui titoli in essere, sia con il moltiplicarsi dei fondi di investimento, sia con lo sviluppo (che qualcuno ha considerato incline alla mania (27)), delle concentrazioni finanziarie, nazionali e internazionali.

L'accrescersi dei fondi di investimento negli Stati Uniti ha determinato, verso la metà degli anni sessanta, una situazione tale che i mezzi raccolti erano più del doppio del valore delle nuove emissioni azionarie collocate sul mercato dalle società americane. Questo non poteva non riflettersi in un gonfiamento dei prezzi artificioso e quindi precario. Lo spostamento degli acquisti verso altri mercati, d'altra parte, non faceva che estendere il fenomeno, in quanto si trovava di fronte praticamente ovunque a una offerta esigua di nuove emissioni.

Quanto alle concentrazioni finanziarie e alla tendenza odierna di presentarle come mezzo per realizzare indispensabili riorganizzazioni industriali, o adeguamenti dimensionali idonei a produrre significative « economie di scala », può essere utile riflettere sulle seguenti considerazioni. « L'esperienza dimostra che "le economie di scala" non sono una illusione. Essa dimostra, tuttavia, che spesso il loro conseguimento richiede un intervallo di tempo ben superiore a quello prospettato dagli amministratori agli investitori, nel momento in cui la concentrazione venne decisa. Inoltre le maggiori dimensioni possono provocare tutta una serie di problemi che, allo stato delle cose non risultano sufficientemente indagati. In altri termini, le concentrazioni *possono* essere utili per l'attività industriale e per il paese, ma possono invece provo-

(26) *Op. cit.*, p. 83.

(27) Cfr. W. DAVIS, *Merger Mania*, Constable, London, 1970.

care notevolissimi danni » (28). La loro realizzazione, conseguentemente non dovrebbe essere lasciata all'apprezzamento intuitivo dei manipolatori dei titoli, ma costituire il risultato di indagini nelle quali appare indispensabile la partecipazione del potere pubblico.

D'altronde, la consapevolezza delle carenze dei mercati finanziari è ormai notevolmente diffusa, malgrado il persistere dei convincimenti di coloro che continuano a considerare i mercati stessi come soddisfacentemente concorrenziale. Si deve a questa consapevolezza se « riforme » più o meno incisive di tali mercati hanno formato oggetto di numerosi studi e progetti, su alcuni dei quali sarà utile soffermare il nostro esame.

8. — Un progetto di completa riorganizzazione dei mercati di borsa negli Stati Uniti, è stato presentato, di recente, dall'antico presidente del Consiglio dei governatori del sistema della riserva federale, William McChesney Martin (29). Ai fini attuali, non interessa se le sue proposte saranno accolte e se, nel corso delle discussioni che esse vanno suscitando, subiranno modificazioni più o meno notevoli. Quel che importa è l'indicazione che le proposte stesse forniscono delle carenze rilevabili nei mercati di borsa americani e, soprattutto, della estensione del fenomeno della intermediazione parassitaria.

Intanto è utile tener presente la situazione che ha portato a sollecitare l'indagine conoscitiva affidata a Martin. E' ben noto che, a partire dalla metà del 1965, sono prevalse negli Stati Uniti accentuate e persistenti tendenze inflazionistiche, alle quali si è cercato di far fronte con varie misure restrittive, monetarie e fiscali, con le quali si desiderava altresì evitare conseguenze sfavorevoli troppo gravi sul reddito e

(28) Cfr. W. DAVIS, *op. cit.*, p. 235. Con riferimento all'Inghilterra, il citato autore afferma che « L'ambizione personale ha, senza alcun dubbio, avuto una parte enorme nell'ondata di concentrazione del passato decennio: ma ciò non sempre è andato a vantaggio degli azionisti, degli occupati e del Paese » (p. 237). La constatazione, anche in tal caso senza alcun dubbio, può agevolmente essere estesa anche ad altri paesi. In Inghilterra è stato sostenuto, tra l'altro, che le concentrazioni dovrebbero essere approvate non soltanto dagli azionisti delle società coinvolte ma anche da coloro che vi prestano lavoro di ogni tipo e per i quali la concentrazione può costituire ragione di insicurezza o di perdita della occupazione. Per altri punti di vista sullo stesso argomento, cfr. B. HINDLEY: *Industrial merger and public policy*, IEA, London 1970 e R. A. KEMP: *Understanding merger activity*, Institute of Finance, New York University, 1969.

(29) Cfr. *The Securities Markets - A Report with recommendations* by W. McChesney Martin, submitted to the Board of Governors of the New York Stock Exchange, agosto 1971 (ciclostilato).

sull'occupazione. In realtà, lo stato di cose che ha finito per prevalere, nello scorcio più recente del 1970-71, assomma gli inconvenienti del ristagno produttivo con quelli di una « ostinata » tensione inflazionistica.

Ora, nel quadro di queste incertezze congiunturali, la borsa ha reagito smodatamente sia nell'esuberanza del periodo anteriore al delinearsi di una politica restrittiva, sia nel collasso seguito all'adozione dei provvedimenti antinflazionistici. Il fallimento di una trentina di « intermediari specializzati » nei mercati di borsa ha documentato l'incapacità del sistema di fornire quelle condizioni di « continuità, regolarità e ordine » che sono essenziali perchè esso funzioni effettivamente nell'interesse dei risparmiatori e dell'economia.

La soluzione proposta da Martin tende alla formazione di un mercato di borsa unificato, di dimensioni nazionali, nel quale le negoziazioni siano soggette a condizioni uniformi e le informazioni necessarie (incluse quelle relative ai prezzi e al volume di tutti gli scambi) siano centralizzate, con possibilità di accesso alle informazioni stesse da parte di tutti gli interessati (30). Il progetto non mira dunque alla eliminazione della « intermediazione specializzata », bensì al suo assoggettamento a un controllo pubblico efficace e « moderno ». Il carattere non sovvertitore di questo obiettivo, del tutto « conforme » anzi a una logica operativamente concorrenziale, non impedisce che il Martin, per avvalorare il suo disegno di un mercato di borsa funzionante su scala nazionale, debba fare tutta una serie di ammissioni, che costituiscono conferme autorevoli di quanto si è in precedenza posto in rilievo. Così, egli riconosce l'influenza (definita addirittura « sconvolgitrice ») degli investitori istituzionali per il potere da essi acquisito di « fare » il mercato. Contesta che l'esistenza di più mercati finanziari (in contrapposto a quello unificato che egli suggerisce) sia espressione di uno stato concorrenziale, poichè non vi è concorrenza allorchè i mercati sono sottoposti a regolamentazioni differenti che influiscono sulle possibilità di informazione dei partecipanti e sulle responsabilità che essi assu-

(30) « Per corrispondere agli interessi del pubblico e del Paese, come pure nell'interesse della stessa attività che opera sui titoli, deve svilupparsi un sistema nazionale di negoziazioni per fornire un singolo mercato, di dimensioni nazionali, per la vendita all'asta di ciascun titolo che sia qualificato per la registrazione. Un simile sistema incorporerebbe la Borsa di New York, l'American Stock Exchange e le borse regionali », Rapporto citato, p. 4. Naturalmente il concretamento di questo progetto, oltre a presupporre l'adozione dei necessari provvedimenti legislativi, richiederebbe un impiego adeguato di calcolatori elettronici.

mono. Difende il mantenimento dell'attività degli « specialisti », in quanto non si è trovato di meglio per assicurare la continuità del mercato; ma suggerisce l'aumento del loro numero, l'accrescimento delle loro risorse dirette, la definizione più chiara delle loro responsabilità mediante l'adozione di norme uniformi.

Ma il rilievo di maggior interesse (e comprensibilmente il rilievo che ha provocato le più vivaci reazioni al progetto) è quello che porta a respingere l'ammissione, come membri dell'organizzazione destinata a concretare il progettato mercato unificato di borsa, delle banche, delle compagnie fiduciarie, dei fondi di investimento e di altre istituzioni analoghe. La concentrazione di potere economico che potrebbe derivarne, l'influenza predominante che queste istituzioni finirebbero per avere portano il Martin a escludere sia che le indicate istituzioni acquistino la qualità di membri abilitati a operare sul mercato finanziario unificato, sia che un membro possa partecipare alla gestione di fondi di investimento.

In definitiva, indipendentemente dal seguito che potrà avere il progetto Martin, esso ha rilevanza da un duplice punto di vista. Da un lato, occorre indubbiamente prendere atto dell'esigenza di garantire a coloro i quali contribuiscono alla formazione del capitale mediante l'acquisizione di attività finanziarie di poter rivendere le attività stesse in qualunque momento lo desiderino e in condizioni che non incidano negativamente sul loro stato di fiducia. Dall'altro, le procedure odierne del mercato di borsa, le sue operazioni speculative allo scoperto, la commistione di interessi che attualmente si accentra negli operatori specializzati, la connessione tra l'attività bancaria e l'attività borsistica costituiscono, nel loro complesso, un « accidente storico » in nessun modo intrinsecamente connesso con l'esigenza di assicurare il collocamento, o la mobilitazione, di titoli rappresentativi del capitale reale di una collettività.

9. — Una esigenza aggiuntiva dei detentori di attività finanziarie costituenti la contropartita della formazione, del rinnovo e dell'incremento del capitale reale di una collettività è quella della difesa dall'erosione monetaria. A tale intento dovrebbero in particolare corrispondere gli investimenti azionari e, come strumento di una loro adeguata differenziazione, i diversi tipi di fondi di investimento. Ma quella salvaguardia che sia possibile ottenere per questa via (31), viene conse-

(31) Non è detto che, nelle condizioni contemporanee, questa salvaguardia si ottenga sempre. Con riferimento alla situazione negli Stati Uniti d'America

guita — come si è visto — con un pesante costo sociale costituito dalle manipolazioni e dalle speculazioni a cui si prestano i titoli, e in particolare quelli azionari.

Anche in tal caso, il modo odierno di operare del mercato di borsa è ben lontano dal contribuire a una effettiva tutela del potere di acquisto del risparmio destinato alle varie forme di investimento finanziario. La possibilità tecnica di fornire questa tutela va ricercata in altre soluzioni più dirette e limpide. Non si intende alludere soltanto alla indicizzazione di tipo tradizionale. E' stata di recente avanzata la proposta che lo stato, anzichè indebitarsi con titoli a reddito fisso, come accade abitualmente, collochi sul mercato azioni ordinarie, che diano diritto a un dividendo correlato con l'incremento del reddito nazionale, sia in termini reali che per effetti inflazionistici. Al crescere del reddito, per entrambi i motivi, anche il dividendo aumenterebbe, salvaguardando in tal modo il potere di acquisto delle azioni sottoscritte (32).

La proposta non ha colpito l'immaginazione, come l'autorevole periodico che l'ha formulata forse si riprometteva e non ha avuto, per quanto risulti, una applicazione pratica. Tuttavia, concorre anch'essa a documentare la possibilità di soluzioni che si discostino da quelle abituali nel meccanismo di finanziamento degli investimenti.

D'altronde, non è soltanto sul piano delle riforme delle istituzioni e delle procedure che si pone il problema del futuro dei mercati di borsa. Occorre agire anche nei confronti di coloro che intendono dirigere i risparmi verso le attività finanziarie, mediante un'opera informativa che illustri e documenti il carattere ingannevole o fraudolento delle promesse (alle quali essi si trovano esposti) di ingenti guadagni e di rapida moltiplicazione dei loro averi. Se le capacità del pubblico di autoilludersi sono illimitate, l'assenza o l'inadeguatezza di avvertimenti cautelatori, da parte dei responsabili della politica economica, costituirebbero un comportamento inesplicabile, rispetto agli incisivi interventi che essi effettuano in altri campi dell'attività economica.

nel 1970, è stato osservato quanto segue: « Sebbene si assuma di frequente che i prezzi delle azioni muovano con i prezzi dei beni reali, e conseguentemente riflettano qualsiasi inflazione, non è sempre così, come gli eventi del 1970 hanno dimostrato ancora una volta. Le aspettative di profitto erano incerte e il timore del ritorno a una politica monetaria relativamente restrittiva per ottenere successo sul fronte dell'inflazione ha creato ulteriore incertezza negli investitori. Questi fattori hanno concorso a produrre una ragguardevole erosione nel valore dei titoli azionari ». Cfr. *Economic Report of the President*, Washington, 1971, p. 68.

(32) Cfr. *A Government ordinary share?* « The Economist », 2 maggio 1970, p. 12.

Quando questa azione informativa fosse svolta in modo tempestivo, efficace, capillare, potrebbe seguirne un diffuso o generalizzato ripudio ad avvalersi, per ragioni di principio, delle operazioni speculative che si incentrano nella borsa; ripudio di cui oggi fornisce significativo ma isolato esempio l'atteggiamento delle *Trade Unions* inglesi che, per tradizione, si precludono di operare su quel mercato con i fondi di cui dispongono.

Un fenomeno di rigetto costituirebbe, in altri termini, la soluzione radicale di fronte al funzionamento odierno dei mercati di borsa. Sono consapevole che una affermazione del genere può essere considerata ingenua o stravagante. Ma è tempo che gli economisti, per esigua che possa essere la loro voce, non si limitino ad analizzare a posteriori il susseguirsi di « great crash », ma dissocino a priori la loro responsabilità, con il documentare i costi sociali del mercato di borsa. Nelle condizioni odierne di estesa concentrazione del potere economico e finanziario, esso non è strumento di vigore competitivo e di allocazione efficiente del capitale monetario; bensì strumento di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di una economia di mercato e rese possibili dalle deformazioni che essa ha subito con l'affermarsi di una configurazione storica del capitalismo, ormai anacronistica.

Roma, Università.

FEDERICO CAFFÈ

za e
zior
te,
son
nell
mot
rov
orig
nale
deg
il n
mos
tore

SIRAI

A. I
I s
pp.
econ
sua
stuc
Maj
pp.
R.
trib
i se
leon
fatt
eco
Le
229
230