

Il mercato dello sconto di Londra

Il meccanismo del mercato dello sconto nel quadro del mercato monetario londinese è stato per molti anni — e, per certi rispetti, è ancora — unico fra i grandi mercati monetari del mondo. Chiunque voglia comprendere il sistema bancario inglese nel suo complesso e nelle sue caratteristiche differenziali rispetto ad altri sistemi, deve conoscere un po' dell'origine e della struttura del mercato dello sconto. Ad esempio, il fatto che le banche inglesi in genere non riscotano nè ricorrono per prestiti alla Banca Centrale; che neppure fra loro trattano operazioni del genere (non esiste un mercato «interbancario» a Londra); e che a Londra funziona uno dei più liberi e sciolti mercati per prestiti alla giornata, queste importanti caratteristiche del nostro sistema sono tutte dovute all'esistenza del mercato dello sconto.

1. - *Evoluzione del mercato dello sconto: tratti distintivi.* - Quali, dunque, sono questi tratti peculiari del mercato dello sconto, che hanno avuto effetti così decisivi per la determinazione delle forme caratteristiche del sistema bancario inglese? È necessario ricercarli nel passato, nella storia bancaria inglese. In Gran Bretagna, soprattutto a causa dell'originario monopolio — o supposto monopolio — della Banca d'Inghilterra nell'esercizio dell'attività bancaria in forma societaria, l'organizzazione del mercato dello sconto si sviluppò a ritmo più rapido che non quella delle banche di deposito. L'attuale centralizzazione e concentrazione del sistema bancario inglese in poche grandi unità è un fenomeno relativamente recente. Cinquanta o più anni prima che il sistema bancario inglese cessasse di basarsi prevalentemente su piccole e numerose banche locali, era sorto in Londra un gruppo di «intermediari mediatori in effetti» (*bill-broker intermediaries*). Questi intermediari raccoglievano effetti cambiari nelle regioni industriali per passarli alle banche londinesi o alle banche delle regioni agricole, dove i depositi regolarmente superavano la locale richiesta di credito. I mediatori talvolta prelevavano gli effetti direttamente dai commercianti, talvolta dalle banche delle regioni industriali in via di espansione, dove la domanda di credito superava sempre i depositi locali. Per più di mezzo secolo di poderosa espansione del commercio britannico, fu il mercato dello sconto, quasi da solo, a far funzionare il sistema allora in atto delle banche piccole e decentrate. I mediatori in effetti crea-

rono a Londra il nucleo essenziale di un mercato monetario centralizzato — un meccanismo per mezzo del quale le eccedenze o le deficienze di credito, dovunque sorgenti nel paese, potevano compensarsi a vicenda.

Ma la vera singolarità del sistema scaturì da uno sviluppo ulteriore. Proprio attorno al periodo in cui si venivano formando in Inghilterra le prime banche a capitale azionario, quegli intermediari, anziché operare solo in rappresentanza d'altri, cominciarono a lavorare in proprio, comperando e vendendo effetti per conto loro, finanziando gli acquisti relativi con prestiti bancari alla giornata e cauzionando i prestiti con il deposito in garanzia degli effetti acquistati. Simili *Case di sconto* disponevano di scarsi capitali, ma godevano della fiducia delle banche prestatarie in quanto avevano previamente acquisito la fiducia della Banca d'Inghilterra, presso la quale si erano assicurata la facoltà di riscontare o contrarre prestiti d'ultimo grado. Da tali accordi, che datano dal 1830 circa, trassero origine tre delle principali caratteristiche distintive del mercato monetario di Londra:

1) Si sviluppò, fin dalla primissima fase, un mercato del denaro a brevissimo termine, attivo e flessibilissimo, che non implica operazioni dirette fra banca e banca; i fondi a vista affluiscono invece dalle banche soprattutto al mercato dello sconto. Inoltre a differenza dei mercati del genere stranieri, il mercato londinese non si è mai basato su garanzie di titoli azionari ordinari, ed è perciò libero da turbative derivanti dai capricci della speculazione borsistica.

2) Le banche londinesi, e in seguito tutte le banche inglesi, diedero vita alla tradizione di non ricorrere mai direttamente alla Banca d'Inghilterra per sovvenzioni. I risconti, in realtà, non sono del tutto sconosciuti; ma non sono mai «pubblicizzati» e la tradizione è che non avvengano. I mercati dello sconto e dei prestiti a breve fungono per l'appunto da «diaframma» o «cuscinetto» fra l'organizzazione bancaria ordinaria e la Banca Centrale. Se le banche scarseggiano di liquido, semplicemente richiamano prestiti dal mercato dello sconto e, almeno in via ufficiale, non si preoccupano di sapere se i fondi affluenti al mercato basteranno a fronteggiare i loro rientri. Se si dà deficienza, è responsabilità delle *Cases di sconto* di procurarsi il denaro dalla Banca d'Inghilterra alle condizioni che quest'ultima decida d'imporre;

3) Ne segue che la Banca Centrale esercita il suo tradizionale controllo del credito soprattutto attraverso il mercato dello sconto, dove dispone di un meccanismo sensibilissimo, flessibile e altamente organizzato.

2. - *La capacità di adattamento del mercato dello sconto.* - Le istituzioni bancarie e monetarie londinesi si vantano di una particolare capacità d'adattamento; e il mercato dello sconto, secondo la testimonianza della storia, si è dimostrato la più adattabile di tutte. Esso ha mutato attività in modo più radicale e frequente di qualsiasi altro settore del meccanismo monetario londinese. Una di queste metamorfosi, come vedremo, data dal 1939.

Più volte il mercato dello sconto s'è trovato di fronte alla virtuale scomparsa di tutta l'attività che di volta in volta sembrava esserne il fondamento e la ragione d'essere; ma ogni volta ha trovato attività nuove da sostituire o aggiungere alle vecchie. Iniziò come un mercato di effetti cambiari del commercio interno, in tempi in cui prestiti e scoperti bancari erano poco in uso, e le attività bancarie consistevano quasi interamente di effetti cambiari o titoli pubblici. Quando le fusioni bancarie e la pratica degli scoperti eliminarono la cambiale interna, le Case di sconto trovarono nuove e anche più vaste possibilità negli effetti destinati ai finanziamenti del commercio internazionale, emessi in base a crediti d'accettazione. Allorché la guerra e i nazionalismi economici decimarono anche queste attività, il mercato dello sconto possedeva già un terzo sbocco remunerativo: le cambiali del Tesoro emesse dal Governo britannico. E quando lo sconto di carta del Tesoro cessò di essere redditizio, le Case di sconto trovarono da ultimo, ma solo dopo qualche tribolazione e non sino all'inizio della seconda guerra mondiale, una quarta base e ragione d'essere, stavolta nel mercato dei titoli pubblici poliannali (*Government bonds*).

Sebbene, dopo ciascuno di questi cambiamenti, il mercato dello sconto apparisse esternamente molto mutato, pure, a ben guardare, esso continuava sempre ad assolvere determinate funzioni basilari nel quadro complessivo del sistema monetario. A simiglianza di certi strani organismi che tanto tormentano i biologi, il mercato dello sconto poté mutare di forma, colore, addirittura di modo di vita, eppure restare lo stesso animale.

Per quanto i servizi resi dal mercato dello sconto al commercio e all'industria siano cambiati di molto, e la sua importanza nel complesso dei finanziamenti commerciali si sia di molto ridotta, la parte che esso sostiene nel congegno centrale del sistema bancario è nella sostanza la medesima che cinquanta e anche cento anni fa. Le funzioni peculiari che ho sottolineato sono del tutto indipendenti dal tipo della « carta » trattata dal mercato — quel che importa è che le Case di sconto, qualunque sia la specie di titoli formante la base della loro attività, conservino sempre il diritto e la capacità di

attingere alle risorse della Banca Centrale in caso di bisogno; che le banche inglesi osservino la tradizione, primo, di non operare l'una con l'altra sul mercato del denaro alla giornata o a brevissimo termine, e secondo, di non ricorrere al risconto diretto della Banca d'Inghilterra; che conservino importanza pronti e maneggevoli strumenti di controllo del credito a breve. Finché dureranno queste condizioni, i servizi delle Case di Lombard Street resteranno indispensabili, sia che esse possano sempre oppur no chiamarsi propriamente Case « di sconto ».

3. - *La concentrazione del mercato dello sconto nell'anteguerra.* - E' ora possibile cogliere il significato di quel che è avvenuto dal 1939 in poi. Nel decennio precedente le Case di sconto cominciarono per la prima volta a dubitare della loro capacità di continuare ad assolvere le funzioni caratteristiche accennate — per la semplice ragione che non trovavano più sul mercato sufficienti mezzi di sussistenza. Numerosi fattori, che non mi fermerò a descrivere in dettaglio, continuavano a rendere irremunerative le operazioni in effetti cambiari, ridotti allora soprattutto a carta del Tesoro; in realtà le operazioni fruttavano o una perdita o un margine irrisorio. (1) Il mercato prese a contrarsi. Tra il 1933 e il 1938 il numero delle Case si ridusse per ritiri o fusioni da 24 a 18. Le superstiti proseguirono naturalmente le operazioni cambiari; ma trova-

(1) I profitti delle Case di sconto derivano, ovviamente, dalla differenza fra il tasso medio d'interesse che pagano per i prestiti ottenuti dalle Banche alla giornata e a brevissimo termine e il tasso medio che percepiscono sugli impieghi in cambiari e in *bonds*.

a) *Prestiti bancari alle Case.* — In linea generale, oggi (estate 1949) l'interesse per i prestiti con garanzia di Cambiali del Tesoro (e risconti) è di $\frac{1}{2}\%$; di $\frac{9}{16} - \frac{5}{8}\%$ per prestiti contro cambiari commerciali e sale a $\frac{5}{8} - \frac{3}{4}\%$ per prestiti garantiti da *bonds*.

b) *Impieghi delle Case.* — Lo sconto di Cambiali del Tesoro, che costituiscono la massa del portafoglio delle Case, si pratica oggi normalmente a tassi superiori di frazioni infinitesimali a $\frac{1}{2}\%$, con margini di guadagno conseguentemente irrisori.

Lo sconto di effetti privati — costituiti in gran parte da cambiari con firma di una banca o di una Casa di accettazione (*Bank bills*) e da cambiari con firma di prim'ordine (*fine trade bills*), che sono i tipi stanziali anche presso la Banca di Inghilterra — è più redditizio, soprattutto dal 1948, da quando cioè le Case hanno potuto procedere a rialzi dei saggi attivi. La ripresa dei traffici interni ed internazionali e un certo ritorno della cambiale commerciale tradizionale hanno permesso infatti un ragguistamento dei saggi in quattro tappe consecutive. Così, tra gennaio e agosto 1949 le Case hanno gradualmente aumentato: i saggi per gli effetti « bancari » da $\frac{17}{32}\%$ a $\frac{11}{16}\%$

(2-3 mesi); e da $\frac{9}{16}\%$ a $\frac{3}{4}\%$ (4 mesi) e a $\frac{7}{8}\%$ (6 mesi). Il tasso di sconto di effetti con firme di prim'ordine è sensibilmente più alto: 1,25% - 1,75% (3 mesi), e 1,75 - 2,75% (6 mesi). Tale processo di « aggiustamento » nelle sue proporzioni limitate non altera nella sostanza né la struttura generale dei saggi d'interesse né la politica del denaro a buon mercato: Londra,

rono il loro mezzo di sussistenza nella negoziazione dei *bonds* governativi che, nelle favorevoli condizioni create dalla politica di « denaro a buon mercato », costituivano un'attività assai redditizia per chi disponeva di risorse sufficienti a svolgerla.

Tali operazioni furono, in principio, assolutamente non ufficiali, perfino clandestine; poiché le banche commerciali, e qualche banca straniera pure, non erano propense ad accogliere in garanzia titoli pubblici — sia pure a breve termine. In seguito, quando le banche si arresero alla realtà dei fatti e diedero riconoscimento ufficiale ai prestiti contro *bonds* (la cosiddetta *bond-money*), la mediazione in *bonds* delle Case di Lombard Street smise di costituire quell'attività di ripiego che era stata nei primi anni dopo il 1930. Peraltro, se pur non disapprovata, essa, fino a guerra inoltrata, non fu affatto agevolata dalle autorità; fu tollerata soltanto quale espediente, piuttosto indesiderabile, ma inevitabile, necessario per mantenere in funzione il meccanismo di Lombard Street, fino allo sperato momento di ridestinarlo al suo impiego tradizionale, al finanziamento, cioè, del traffico mediante effetti commerciali.

Alla vigilia della guerra, Lombard Street era quindi in posizione di assai precario equilibrio. La speciale assistenza della Banca d'Inghilterra, senza la quale le Case non potevano esistere, era basata esclusivamente su un'attività in effetti cambiari che non era remunerativa. L'attività in *bonds*, seb-

anche oggi, rimane il mercato monetario meno costoso del mondo. Gli utili che consente sono pure modesti, giacché gli effetti privati (bancari, commerciali di prim'ordine e ordinari) sono ormai una ridotta frazione delle operazioni delle Case.

Per queste, i veri « mezzi di sussistenza » provengono ormai dalle operazioni in *bonds* che lasciano margini consistenti e assorbono quote notevoli dei mezzi delle Case.

Il grave disagio nel periodo 1932-1935, allorché i tassi ricavabili dalle Cambiali del Tesoro e da quelle « bancarie » erano inferiori ai tassi pagati per la provvista dei fondi e mancava una organizzata attività in *bonds*, risulta dal seguente prospetto tratto dall'opera di T. BALOGH, *Studies in Financial Organisation*, Cambridge 1947 (D. 131), che ampiamente illustra gli sviluppi del mercato dello sconto tra le due guerre:

Saggi relativi al mercato dello sconto londinese (medie annuali)

ANNI	Saggio ufficiale di sconto	Saggi per prestiti bancari		Saggi di sconto per cambiari	
		alla giornata	a brevissimo	del Tesoro	bancarie a tre mesi
1928 . . .	4.500	3.52	3.65	4.146	4.16
1932 . . .	3.008	1.61	1.82	1.486	1.87
1935 . . .	2.000	0.73	0.75	0.546	0.58
1936 . . .	2.000	0.50	0.50	0.583	0.60
1938 . . .	2.000	0.51	0.51	0.611	0.63

Nel 1935, dopo alcuni anni di crescenti difficoltà, le Banche londinesi decisero di agevolare il mercato dello sconto rinunciando a concorrere alle aste delle Cambiali del Tesoro e riducendo i tassi per i prestiti alla giornata, e le Case di sconto si riunirono in un Sindacato per partecipare alle aste contro i concorrenti (banche straniere e coloniali operanti a Londra ecc.). (N. d. T.)

bene in quel momento remunerativa, comportava rischi di un tipo cui il mercato non era ancora abituato, rischi che potevano d'un tratto divenire fonte di perdite anziché di profitti — senza garanzia alcuna di assistenza da parte delle autorità. Pure, i membri più « filosofi » del mercato potevano sempre consolarsi con l'idea che, finché le banche non fossero disposte a mutare le loro abitudini centenarie, un vasto mercato di prestiti a breve, basato sulle operazioni di Lombard Street, era indispensabile:

alle banche, per l'attività corrente (impiego di fondi a brevissimo termine);

alle autorità, per il controllo del credito;

al Tesoro, per le massicce emissioni di cambiali di Tesoreria, le quali sono di regola esitate, in prima istanza, soprattutto alle Case di Lombard Street.

4. - *Ripercussioni iniziali della guerra.* - Il primo effetto della guerra fu di scuotere questa sostanziale fiducia. La finanza di guerra minacciò di compromettere la posizione di « cuscinetto » tenuta dal mercato dello sconto fra banche commerciali e Banca Centrale. Il rialzo del saggio ufficiale di sconto, dal 2 al 4%, in via cautelativa nel settembre 1939, ricostituì temporaneamente un margine di profitto ragionevole per le nuove operazioni in effetti, anche se significò una perdita ingente sui portafogli preesistenti (2). Ma quando per il mercato dei titoli di Stato vennero momenti di tensione, Lombard Street pensò di trovarsi di fronte all'evento che aveva più temuto — non solo perdite immediate di capitali, ma la fine del suo unico settore remunerativo (*bonds*).

Poi, prospettive anche peggiori si delinearono. Il Tesoro, prima di dare assetto regolare al suo sistema di finanza bellica, aumentò in modo ingente la forma di indebitamento contro Cambiali del Tesoro. In apparenza, era un beneficio per Lombard Street, dove il movimento di effetti dei primi quattro mesi di guerra fu più che doppio di quello dei quattro mesi precedenti. Ma le aumentate emissioni — in realtà — apportarono benefici scarsi o nulli in quanto, dopo il ripristino del saggio ufficiale al 2%, i margini di profitto su effetti cambiari ricaddero rapidamente quasi all'esiguo livello d'anteguerra. Fu presto evidente — è vero — che la guerra avrebbe richiesto una sempre più grande espansione del debito fluttuante, per quanto efficientemente potesse essere organizzato lo strumento

(2) Un aumento imprevisto del tasso ufficiale di sconto e quindi dei vari tassi sui prestiti bancari danneggia in via immediata le Case di sconto, che devono subito pagare di più i fondi attinti dalle banche alla giornata senza poter rivalersi sui tassi delle cambiali già scontate con scadenza di alcuni mesi. Per la ragione opposta e nello stesso senso le Case sono avvantaggiate da riduzioni del tasso ufficiale di sconto. Ciò a prescindere dagli effetti di più lunga scadenza nonché dalle ripercussioni che le variazioni dei tassi di mercato hanno sul valore capitale dei *bonds* in portafoglio. (N. d. T.)

fiscale e il finanziamento mediante titoli a lunga scadenza. Ma era altrettanto evidente che le autorità erano dubbiose se fosse possibile ed opportuno tentare di incanalare tutti questi prestiti fluttuanti attraverso il meccanismo del mercato dello sconto. Le autorità avevano bisogno di assicurare che gli ingenti importi liquidi che sborsavano ritornassero allo Scacchiere il più presto possibile, e quindi per la via più diretta. In realtà, si ebbe il sospetto che, nella prima fase, una parte degli effetti fossero venduti direttamente dalle autorità alle banche commerciali — con il sistema cosiddetto del « *tap* » (3) invece di farli passare per le consuete aste settimanali, cui le banche, per accordi intercorsi, non partecipavano e non partecipano.

5. - *I Certificati di deposito presso il Tesoro.* - Comunque sia, le autorità escogitarono, a metà 1940, uno « strumento » nuovo di debito fluttuante, da impiegarsi solo per prestiti diretti dal sistema bancario. Il nuovo strumento fu il Certificato di deposito presso il Tesoro (*Treasury Deposit Receipt - T. D. R.*) contro il rilascio del quale il Tesoro riceveva in prestito i saldi in eccedenza delle banche. Da allora, il Tesoro annuncia ogni venerdì l'ammontare totale che « chiederà » in tal forma alle banche nella settimana successiva, lasciando alle banche londinesi e scozzesi interessate la ripartizione del totale fra di esse, in proporzione approssimativa con i depositi di ciascuna.

Sino all'estate 1948 i prestiti erano automaticamente rimborsabili dal Tesoro alle banche allo scadere di un periodo « standard » di sei mesi solari. I rimborsi possono essere, e di solito sono, finanziati con nuovi prestiti contro Certificati di depo-

(3) Le Cambiali del Tesoro — o i titoli pubblici — emesse « *on tap* » (letteralmente « a rubinetto ») vengono offerte a sottoscrizione permanente, senza indicazione della data di chiusura, e a tassi d'interesse prefissati dall'emittente. Le emissioni di Cambiali « *by tender* » (all'asta) avvengono invece ogni venerdì e a tassi che sono il risultato delle domande concorrenti.

Per le aste si osserva la seguente procedura: ogni venerdì il Tesoro annuncia nella *London Gazette* il valore totale delle Cambiali del Tesoro che offrirà in vendita all'asta il venerdì successivo. Le proposte dei concorrenti devono essere compilate su moduli speciali ritirabili alla Banca d'Inghilterra e vanno consegnati alla banca stessa entro una data ora del giorno dell'asta. È fissato un ammontare minimo per l'accoglimento di ogni richiesta (prima della guerra 50 mila sterline); il concorrente ha il diritto di specificare il giorno o i giorni della settimana successiva in cui desidera siano date e pagate le cambiali a lui eventualmente assegnate. Le cambiali sono normalmente assegnate ai migliori offerenti e — se necessario — divise proporzionalmente fra coloro che propongono uguali condizioni; il Tesoro però non è tenuto ad accettare nessuna particolare offerta né ad assegnare l'intero importo delle cambiali messe all'asta. Un comunicato preliminare con il tasso delle offerte più basse accolte e la proporzione delle assegnazioni fatte ai concorrenti relativi è immediatamente diramato nel pomeriggio del venerdì; segue la mattina del sabato una più completa comunicazione che aggiunge l'ammontare totale delle richieste ricevute, il totale delle cambiali assegnate e il saggio medio di sconto per l'intera emissione. (N. d. T.)

sito. Naturalmente, dipende dalla stima effettuata dal Tesoro delle sue esigenze di cassa per quel momento se un'emissione di Certificati è di ammontare inferiore o superiore all'ammontare delle relative scadenze di settimana. Nel 1948, per migliorare la flessibilità del sistema, il Tesoro ha introdotto scadenze a cinque e a sette mesi in aggiunta a quelle semestrali, e decide di volta in volta quale delle scadenze, o quale combinazione di scadenze, debba essere accolta dalle banche.

Così, i Certificati di deposito hanno vita più lunga delle Cambiali del Tesoro, che scadono a tre mesi. Quando il saggio corrente per le Cambiali era l'1%, i Certificati fruttavano un interesse dell'1 1/8% annuo; ma, nell'ottobre 1945, sotto la pressione della campagna Dalton per « denaro a più buon mercato », il saggio d'interesse sui Certificati fu ridotto a 5/8% pro anno e il saggio per le cambiali del Tesoro cadde di conseguenza ad 1/2%. Questi saggi vigono tuttora. I Certificati a cinque, a sei e a sette mesi, fruttano tutti lo stesso tasso annuo.

Ho indicato il Certificato di deposito come uno « strumento » (titolo); ma esso non è tale affatto in senso tecnico. Si tratta, in realtà, solo di una registrazione contabile, non negoziabile e neppure trasferibile. In origine — è vero — si era stabilito che, in caso d'emergenza, fosse possibile liquidare antescadenza i Certificati mediante risconto presso la Banca d'Inghilterra al saggio ufficiale. Ma, in realtà, il termine « emergenza » fu inteso con significato di emergenza generale, che in effetti non si è mai presentata; e, in tal modo, l'accordo per il risconto è rimasto lettera morta.

Esisteva, tuttavia — e in linea di principio tuttora esiste — una via per la quale una banca poteva ottenere, non contante, ma valori equivalenti contro Certificati non ancora giunti a scadenza. Ogni qualvolta una banca doveva rimettere fondi al Tesoro in pagamento di sottoscrizioni sue proprie o di clienti a titoli statali offerti al pubblico « *on tap* », poteva a sua scelta effettuare il trasferimento mediante consegna di Certificati non scaduti, i quali le venivano accreditati per l'intero ammontare, senza perdita alcuna di interessi afferenti al periodo maturato.

Giova in proposito ricordare che nell'ultima guerra, a differenza della guerra 1914-18, il Governo inglese ha collocato quasi tutti i suoi prestiti pubblici mediante emissioni continuative di titoli vari a media e breve scadenza, offerti « *on tap* » o « *over the counter* » (allo sportello) a prezzi determinati. Non ricorse a quei prestiti ingenti e convulsivi destinati a consolidare il debito fluttuante, che costituirono la tecnica predominante del periodo 1914-18.

Ma se i prestiti non erano lanciati ad intervalli « spasmodici », le sottoscrizioni del pubblico tendevano ad assumere un andamento « a scatti », in parte per i metodi adottati dalla propaganda per il risparmio. In un periodo in cui l'andamento della

spesa e dei prestiti pubblici complessivi, e quindi anche dei depositi bancari, era in continuo rialzo, i momenti di tensione per le tesorerie bancarie derivarono per lo più da questi orgasmi di acquisti di titoli da parte del pubblico. Pertanto la facoltà di anticipato realizzo dei Certificati mediante loro consegna in luogo di rimesse di fondi liquidi, costituì un mezzo prezioso — e, in verità, per lo più sufficiente — per conservare più o meno in equilibrio la situazione del mercato creditizio. Ma, a partire dal 1946, con il declino della spesa e dei prestiti governativi e con la cessazione delle emissioni « *on tap* », simile possibilità di realizzo anticipato è virtualmente finita. Ora le banche possono trovarsi di fronte a tensioni di tesoreria per cause diverse da quelle dovute a richieste governative. Ma, qualunque sia l'origine della pressione, esse non hanno modo di utilizzare gli averi in Certificati per alleviarle. I Certificati, quindi, sebbene nominalmente titoli a breve, hanno finito per essere considerati come la meno liquida delle voci fruttifere degli attivi bancari.

6. - *Pericolosi riflessi dei Certificati di deposito per il mercato dello sconto.* - Il Certificato di deposito è stato un'innovazione importante nel sistema finanziario del Tesoro e nell'organizzazione del mercato monetario. Per questo l'ho rammentato con qualche dettaglio. Quali i suoi effetti immediati sul mercato dello sconto? È opinione ancora largamente diffusa che l'unica determinante della introduzione dei Certificati di deposito nel 1940 risiede nelle considerazioni d'ordine tecnico sopra indicate — cioè il desiderio del Governo di assicurare che il denaro via via sborsato rientrasse per la via più rapida e più breve. V'è tuttavia qualche motivo per credere che il fattore decisivo sia stato una forma particolare di quella preoccupazione. Se circostanze di emergenza avessero costretto i congegni centrali del sistema bancario e della tesoreria pubblica ad operare al di fuori di Londra, sarebbe stato necessario improvvisare un meccanismo a funzionamento di molto semplificato; in un simile caso quella che ho chiamato la via diretta per il passaggio di fondi alle banche e dalle banche alle autorità sarebbe stata soluzione non solo desiderabile ma ineluttabile. In breve, sarebbe stato materialmente impossibile adattare il mercato dello sconto ad una siffatta improvvisazione.

Ma qualunque fosse l'importanza relativa di questi vari moventi, fu subito evidente che il sistema dei Certificati presentava implicazioni vaste ed anche gravi per il mercato dello sconto, in quanto dischiudeva una via di comunicazione diretta, regolare e sistematica fra banche commerciali e Banca d'Inghilterra. È vero che il sistema dei Certificati, quale poi si è in effetti sviluppato, non eliminò il sistema tradizionale dei prestiti contro Cambiali del Tesoro offerte alle aste settimanali; e che le banche stesse seguirono ad osservare la pratica

dell'astensione volontaria dalle aste. Ma sebbene il sistema tradizionale continuasse a funzionare fianco a fianco del nuovo sistema, molti temettero che la tradizione, secondo cui le banche di regola non trattano direttamente con la Banca d'Inghilterra né vi riscotano, sarebbe stata gradualmente annullata. Se ciò fosse avvenuto, la funzione del mercato dello sconto entro il meccanismo del mercato monetario avrebbe potuto cominciare ad apparire anomala o addirittura superflua (4).

Inoltre, per quanto il sistema dei Certificati non abbia scalfato il sistema delle Cambiali del Tesoro, per forza ridusse di molto la percentuale di debito fluttuante finanziata per la via del mercato dello sconto. Le emissioni settimanali di Cambiali del Tesoro alle aste non furono, in realtà, mai ridotte (eccettuata poche trascurabili fluttuazioni stagionali); ma quando il sistema dei Certificati si fu affermato, l'offerta settimanale di Cambiali all'asta fu stabilizzata per un lungo periodo, ed in seguito crebbe solo gradualmente. In altre parole, la parte di gran lunga più importante dell'incremento del fabbisogno di Tesoreria fu finanziata con il nuovo strumento. Nei primi due anni della sua applicazione la consistenza totale delle Cambiali del Tesoro provenienti da offerte all'asta salì di solo 190 milioni di sterline, mentre 655 milioni furono raccolti con emissione di Certificati. Nel gennaio 1943 la consistenza dei Certificati aveva raggiunto 1 miliardo di sterline e già superava la circolazione totale delle Cambiali emesse all'asta.

7. - *Saldo in sterline e Cambiali del Tesoro « on tap ».* - V'è di più: la virtuale stabilizzazione del volume delle Cambiali emesse all'asta comportò in un primo tempo un'effettiva riduzione nel volume delle cambiali trattate dal mercato dello sconto. Via via che la Gran Bretagna attingeva, in modo sempre più largo, alle forniture e ai servizi di guerra nei paesi dell'area sterlina e altrove, averi stranieri in sterline (i cosiddetti *Sterling Balances*) vennero accumulandosi a Londra. Gran parte di tali fondi cercò impiego in Cambiali del Tesoro, ed entrò perciò in concorrenza con le Case di sconto per l'aggiudicazione delle limitate quantità di effetti offerti alle aste. Nella prima metà del 1941 il movimento

(4) La tesi dubitativa è così riassunta da R. S. SAVERS, in *Modern Banking*, Oxford ed. 1947: « se gli effetti per il finanziamento del commercio internazionale continuassero a diminuire, se il Governo riducesse il volume delle Cambiali del Tesoro, se la carta del commercio interno restasse disusata, sarebbe possibile concepire una Londra senza mercato di sconto? Credo di sì... Per quanto non ritenga probabile un mutamento così radicale, penso che esso non sarebbe una catastrofe per il sistema bancario inglese... Certo, le Banche sarebbero costrette a modificare alquanto le loro idee in tema di liquidità e i loro rapporti reciproci e con la Banca d'Inghilterra ». (p. 64-65).

In linea di fatto, comunque, la posizione delle Case è stata rafforzata in questi ultimi anni dall'evoluzione illustrata nel testo verso l'attività in *bonds* estere alle funzioni proprie del mercato dello sconto. (N. d. T.)

totale di Cambiali del Tesoro sul mercato dello sconto era stimato in 523 milioni di sterline — cifra per lo meno di 170 milioni inferiore a quella dei sei mesi precedenti l'effettivo funzionamento del sistema dei certificati, e ciò malgrado la forte espansione verificatasi nel frattempo nel debito pubblico complessivo.

La nuova politica delle autorità monetarie cominciava pertanto a diventare causa di grave disagio per Lombard Street. Le autorità fecero allora qualcosa per ovviare alle lagnanze del mercato; i rimedi scelti non furono considerati particolarmente soddisfacenti. Essi consistettero — estate 1941 — nello stipulare accordi con un certo numero di Banche centrali dell'Impero per l'impiego dei fondi in sterline che venivano accumulandosi non in Cambiali offerte alle aste, ma nelle cosiddette Cambiali « on tap » che in precedenza erano state emesse dal Tesoro per lo più — o addirittura esclusivamente — per gli altri Dipartimenti e organi governativi. In virtù dell'accordo, la concorrenza esterna per le Cambiali alle aste divenne meno aggressiva. La politica delle autorità tuttavia sembrò ancora una volta diretta a stabilizzare, anziché ad incrementare il quantitativo di effetti disponibile per il mercato dello sconto e, quindi, per il sistema bancario interno. I rari aumenti nelle offerte settimanali all'incanto furono in genere decisi soltanto dopo che la concorrenza del denaro esterno aveva già cominciato ad incidere sulla massa di effetti del mercato.

8. - *Cessazione di Case di sconto nel periodo bellico.* - In tali circostanze forse non sorprenderà se qualche membro del mercato si sia fatta una visione piuttosto pessimistica del futuro. Le autorità monetarie dal '30 al '40 avevano preso ad insistere per la concentrazione delle operazioni del mercato dello sconto nelle mani di unità solide con riserve sufficienti per rendere le transazioni in *bonds* un espediente ammissibile. Nella prima fase della guerra, tale indirizzo fu naturalmente intensificato. Dal 1939 ad 1943, altre sette Case di sconto scomparvero per ritiro o per fusione, *riducendo il numero delle Case a undici soltanto.* In quel momento molti pensavano che tutti i timori che avevano tormentato il mercato nel decennio '30-'40 si sarebbero avverati nel corso del conflitto.

9. - *Lombard Street come mercato di bonds.* - Tali pronostici, a dire il vero, non avrebbero potuto esser più lontani dalla realtà. Ancor prima che l'ultimo dei ritiri fosse annunciato, una nuova e vitale funzione si era aperta alle Case di sconto nel settore della negoziazione in *bonds* governativi.

Come accennai, durante la guerra i prestiti pubblici del Tesoro assunsero la forma di titoli soprattutto a breve e medio termine offerti « on tap ». Dovevano essere a breve termine in quanto le autorità, preoccupate di non ripetere gli errori del 1914-18, erano decise per una guerra finanziata con « de-

naro a buon prezzo ». Il primo prestito « on tap » (Buoni di guerra nazionali - *National War Bonds* 1946-47 al 2½%) fu lanciato a metà 1940. Dopo dodici mesi le emissioni complessive avevano raggiunto quasi 1000 milioni di sterline, e in tre anni avevano superato i 2000 milioni. Per nessuno dei titoli delle nuove serie del genere era stabilita un'esistenza superiore a dieci anni circa — tra l'inizio delle sottoscrizioni e la data più lontana di riscatto —; per alcuni la durata era molto più breve. Verso la metà del 1943, di fatto, erano in circolazione, per oltre 900 milioni di sterline, titoli con scadenza entro 3-5 anni. Essi divennero, perciò, particolarmente adatti per negoziazioni da parte delle Case di sconto.

Invero, questi ingenti incrementi nell'offerta di titoli governativi a breve e a media scadenza esigevano un mercato finanziario assai più vasto di quello che potevano offrire in borsa i *jobbers* (5) specializzati in titoli di Stato e assimilati. Anche un modesto movimento nei portafogli dei detentori era destinato a esercitare una pressione eccessiva sul mercato tradizionale del recinto della Borsa. Inoltre, speciali considerazioni d'ordine tecnico cominciavano a provocare movimenti larghi e convulsivi nei portafogli degli investitori istituzionali (Assicurazioni, Casse di Risparmio, ecc.) e a indurli a spostarsi da una serie di titoli all'altra. Per evitare brusche fluttuazioni nelle quotazioni — fluttuazioni che avrebbero potuto minare la politica del « denaro a buon mercato » — era indispensabile che le risorse del normale mercato dei titoli di Stato fossero decisamente rafforzate. Ma, per una serie di ragioni che esulano dalla presente trattazione, non v'era possibilità di espandere in modo adeguato le risorse dei *jobbers*.

L'unico metodo possibile e, in verità, particolarmente confacente, fu quello di utilizzare i servizi e l'esperienza delle Case di sconto di Lombard Street con la loro crescente conoscenza della tecnica del mercato dei titoli e con la loro capacità di mettere a profitto le disponibilità momentanee delle banche commerciali. Se mai qualcuno, in un momento di tensione monetaria, poteva trovare denaro, le Case di sconto erano le più qualificate a trovarlo con la maggior possibile rapidità ed efficacia; e, in ultimo grado, disponevano della facoltà di ricorrere alla Banca d'Inghilterra.

Per questi motivi le autorità mutarono indirizzo nei riguardi dell'attività di negoziazione in *bonds* di Lombard Street. Sin dall'inizio della guerra, fu fatto comprendere alle Case di sconto che, se avessero condotto le transazioni in titoli su linee di prudenza, avrebbero potuto sempre contare sulla cooperazione « ufficiale » (Tesoro — Banca d'Inghil-

(5) Com'è risaputo, i *jobbers* si differenziano dai *brokers* (intermediari con il pubblico compensati a commissione), in quanto non hanno rapporti con il pubblico ma solo con i *brokers* e operano sulla base dei profitti ricavabili dalle differenze di prezzo. (N. d. T.)

terra) in caso di bisogno. Le Case di sconto erano tenute a conformarsi a quattro precetti:

1) concentrarsi, il più presto possibile, in forti unità, ciascuna con capitale e riserve di almeno 1 milione di sterline;

2) trattare solo in *bonds* a breve scadenza;

3) mantenere il portafoglio relativo in debite proporzioni con le proprie risorse capitali, e non superare di regola il rapporto di 8 a 1;

4) operare come veri e propri *jobbers* pronti sempre ad assorbire titoli in fasi di pressione dell'offerta, e mai a provocare pressioni con proprie vendite.

Fu inteso che, se avessero onestamente osservato tali regole, le Case avrebbero sempre potuto, in caso di bisogno, ricorrere per prestiti alla Banca d'Inghilterra contro *bonds* di scadenza inferiore a 5 anni.

L'attività così incoraggiata fu molto remunerativa; titoli che rendevano fino al 2½%, potevano essere finanziati con denaro preso a prestito a non più di 1¼% — e dal 1945 a non più di ¾%. Inoltre, finché la politica governativa assicurò un mercato al rialzo per i titoli di Stato, il rischio di perdite in capitale sembrò lontano e si raccolsero automaticamente profitti cospicui. Nel 1942-43 le Case aumentarono spontaneamente il loro capitale per attrezzarsi in modo adeguato ai nuovi interventi. Nel 1944 il capitale « effettivo » totale del mercato — undici Case — era di circa 22 milioni di sterline, superiore a quello delle 18 Case d'anteguerra.

10. - *Il ruolo delle Case di sconto nella riconversione - L'espansione postbellica di Lombard Street.* — L'attività di negoziazione in titoli governativi crebbe rapidamente dal 1943 al 1945. Ma gli sviluppi più spettacolari avvennero dopo la fine della guerra. Durante la guerra l'industria britannica investì in titoli di Stato « on tap » le quote di ammortamento che non era stato possibile spendere per la conservazione di macchinari e impianti. Titoli furono acquistati, per importi notevoli, anche dalle aziende commerciali che avevano subito requisizioni di scorte, e dalle società di navigazione con i fondi di indennizzo per le navi perdute. Nel dopoguerra la spendita di questi fondi per le riattrezzature e la ricostituzione dei capitali aziendali comportava ovviamente la probabilità di forti vendite di *bonds* da parte delle imprese debentrici.

Nella prima fase, infatti, la riconversione industriale verso un assetto di pace era destinata ad essere finanziata più attraverso il mercato dei titoli di Stato che non per mezzo di prestiti diretti dalle Banche e di nuove emissioni di capitale. Il mercato dei titoli pubblici era quindi destinato, presto o tardi, ad affrontare pressioni intense e forse prolungate.

Il primo Cancelliere dello Scacchiere del dopoguerra era deciso a impedire che simili pressioni potessero compromettere la politica di denaro a buon mercato; politica che, invero, egli voleva accentuare. Nell'autunno del 1945, le sue minacce di un'ulteriore compressione dei saggi d'interesse provocarono vasti spostamenti nei portafogli dei titoli di Stato. Gli investitori, in quel momento, ricercarono titoli a lunga scadenza; e vendettero quelli a breve per far posto ai primi. Di conseguenza, il primo risultato della campagna per denaro a più buon mercato fu, paradossalmente, di provocare un vasto movimento di vendite e di ribassi nel mercato dei *bonds* pubblici a breve termine, molto prima che si facesse sentire l'influenza delle esigenze finanziarie della riconversione.

Le Case di sconto, da buoni *jobbers*, fecero del loro meglio per assorbire le vendite; ma la pressione era troppo forte. Esse raggiunsero rapidamente ed anche superarono i limiti di una prudente attività di negoziazione, e la loro situazione finanziaria si fece tesa. Era perciò nell'interesse sia della politica del denaro a buon mercato, sia di un agevole finanziamento della riconversione, che Lombard Street fosse autorizzata ad espandere le sue proprie risorse capitali. E Lombard Street non mise tempo in mezzo, date le prospettive di buoni profitti.

Sebbene tutte le nuove emissioni di capitale fossero (e siano) severamente controllate, le autorità monetarie approvarono prontamente le richieste di Lombard Street. Tra il 1946 e il 1947 tutte le Case di sconto aumentarono i capitali aziendali, e con larghezza, in complesso da 22 a circa 34 milioni di sterline. Sorse una nuova Casa di sconto e tutte quelle esistenti (tranne due) furono convertite in società « pubbliche » con azioni quotate in Borsa (6). Fu questo il più rapido movimento di espansione registrato dal settore in tutta la sua storia.

Di conseguenza il mercato dello sconto che temeva per il proprio futuro prima della guerra, ne emerse consolidato come parte realmente importante del meccanismo finanziario londinese, con una nuova funzione innestata su quelle tradizionali. Le Case di Lombard Street ora finanziano un portafoglio totale di effetti e titoli di circa 850 milioni di sterline, esclusi gli effetti al risconto. Del totale, circa 250 milioni sono in *bonds* e 600 in cambiali. Il portafoglio prebellico, sia di titoli che di effetti, era probabilmente piuttosto al disotto dei 250 milioni di sterline.

11. - *Ritorno delle Cambiali del Tesoro.* — Il più recente mutamento nell'attività di Lombard Street

(6) Ai sensi della Sect. 28 del Companies Act, 1947, la società « private » si differenzia dalla cosiddetta « public », in quanto limita il numero dei membri ad un massimo di cinquanta, sancisce condizioni restrittive per il trasferimento delle azioni e vieta emissioni di azioni e obbligazioni mediante sottoscrizioni pubbliche. (N. d. T.)

non ha eliminato le forme prebelliche di attività. Al contrario, il comparto cambiario è aumentato in modo enorme. Come si è visto, la disponibilità di Cambiali del Tesoro, dopo il balzo del primo periodo bellico, salì solo per gradi. Però, a metà 1945, le transazioni in carta del Tesoro erano a circa tre volte e mezzo il volume prebellico.

Nel dopoguerra, inoltre, l'espansione fu accelerata di molto grazie ad un mutamento importante nella politica del Tesoro. Nel settembre 1945, il totale dei Certificati di deposito in essere era salito a non meno di 2.225 milioni di sterline, punta massima raggiunta. A quella data il complesso delle Cambiali poste in essere col sistema delle aste era di 1.690 milioni, e solo per poco più di un terzo passava per il tramite del mercato dello sconto. Di conseguenza, le banche commerciali avevano allora non meno del 40% dei depositi impiegato in Certificati di deposito, e solo il 9% o quasi, in risconti cambiari e in prestiti a breve contro garanzia di cambiali; quest'ultima percentuale, anzi, cadde una volta a un minimo del 6 1/2 %, tutt'altro che sufficiente ad assicurare flessibilità e liquidità all'organizzazione bancaria.

Alla fine, le autorità diedero ascolto alle lagnanze avanzate dal sistema bancario per la crescente rigidità derivante dalle eccessive disponibilità in Certificati di deposito. Forse furono influenzate anche dal fatto che le Banche avevano cominciato a ridurre i gonfi portafogli di titoli governativi. In ogni modo, il Tesoro e la Banca d'Inghilterra furono d'accordo nel ritenere che la situazione postbellica esigesse per le Banche una flessibilità superiore a quella necessaria in periodi bellici, specialmente dopo che la fonte principale delle richieste di credito si era spostata dal governo all'industria. Ma anche qui c'è da sospettare che il nuovo indirizzo, giustificato dalle esigenze del finanziamento della riconversione, fosse di fatto adottato perché ritenuto utile ad agevolare l'ambizioso programma Dalton di una politica di denaro a sempre più buon mercato.

Comunque, dopo l'autunno del 1945, il Tesoro ridusse notevolmente l'importo dei prestiti in forma di Certificati di deposito, ed aumentò di parecchio le offerte di Cambiali alle aste settimanali. La massa globale di Cambiali provenienti dalle aste nell'estate 1948 era di 2.210 milioni di sterline — 500 in più del 1945 —, mentre il totale dei Certificati era a circa 1.450 milioni, con una riduzione di circa 800 milioni in tre anni (7). Della suddetta massa di cambiali circa la metà, cioè più di mille milioni, fu assegnata in prima istanza alle Case di sconto — sei volte il volume prebellico. E, a sua volta, degli effetti così assegnati, circa 400 milioni

erano già stati ritrasferiti (estate 1948) alle Banche commerciali e alla Banca d'Inghilterra. Va peraltro avvertito che i profitti che il mercato dello sconto ritrae da simili vaste operazioni — più di 4.000 milioni di sterline all'anno — sono insignificanti.

Per effetto di questi mutamenti, la struttura dell'attivo delle Banche commerciali è stata riportata ad una flessibilità paragonabile a quelle dell'anteguerra, malgrado le ancora ingenti disponibilità di rigidi Certificati di deposito (8).

12. - *Ripresa degli effetti commerciali.* — Resta da aggiungere che l'espansione postbellica dell'attività in cambiali non si è limitata agli effetti del Tesoro. Uno dei più incoraggianti sviluppi recenti è costituito dalla forte ripresa dell'attività tradizionale del mercato in effetti commerciali; ripresa che naturalmente interessa più direttamente Mercanti banchieri - Case di accettazione. Grazie alla iniziativa di queste istituzioni, gli effetti cambiari in sterline sono ora di nuovo usati largamente per finanziare una gamma molto vasta di scambi oltremare, che spesso — come nell'anteguerra — non toccano neppure le coste britanniche. Si deve ammettere peraltro che una parte significativa della espansione postbellica della carta commerciale è derivata dall'uso di crediti di accettazione per finanziare scorte mercantili in Gran Bretagna.

Comunque, tenendo conto di tutti i tipi di effetti cambiari, il totale della carta commerciale sul mercato di Londra è oggi probabilmente attorno al valore monetario prebellico: circa 100 milioni di sterline. Dato però il rialzo dei prezzi, il volume reale dei finanziamenti del settore è ancora molto inferiore all'anteguerra, ed è naturalmente una piccola frazione del volume registrato vent'anni or sono nel momento di massima espansione dei finanziamenti cambiari. La ripresa è nondimeno incoraggiante, perchè prova, in primo luogo, che la più antica — e, secondo alcuni, la migliore — delle funzioni di Lombard Street ha ancora vitalità; e, in secondo luogo, che i meccanismi dello sconto

(8) I dati fondamentali di questo processo risultano dal seguente prospetto, che indica la percentuale delle singole poste attive delle Banche londinesi rispetto al totale dei depositi:

	Prestiti alla giornata e brevissimo termine	Cambiali	Certificati di deposito del Tesoro	Impieghi in Titoli di Stato e assimilati	Prestiti ai clienti
1938 (a) . .	6,6	12,3	—	28	42,9
1945 (a) . .	4,4	4,0	38,6	24,6	16,4
30/6/1949 . .	8,3	13,1	19,0	24,9	24,0

(a) - media mensile.

Le due voci di massima liquidità, cambiali e prestiti alla giornata, tra il 1945 (media mensile) e il 30 giugno 1949 salgono, in percentuale dei depositi, dall'8,4% al 21,4%, mentre i Certificati del Tesoro scendono dal 38,6% al 19%. (N. d. T.)

e della accettazione sono ancora efficientemente attrezzati per contribuire alla sua ripresa, altre circostanze permettendola.

13. - *Mutamenti nella tecnica della Banca Centrale.* — Rimane da considerare un'altra caratteristica degli sviluppi del periodo bellico: i mutamenti della tecnica della Banca Centrale per la regolamentazione del credito. Il mercato dello sconto, sebbene abbia sfavorevolmente risentito della politica ufficiale agli inizi della guerra, fu trattato dalle autorità con la massima benevolenza per un aspetto di notevole importanza.

Era tradizione classica, in Londra come altrove, che ogni ricorso alla Banca Centrale dovesse essere relativamente costoso, cioè che i prestiti o i risconti a favore del mercato dello sconto dovessero di regola avvenire soltanto al saggio ufficiale (Bank rate) o ad un saggio più elevato. E il saggio ufficiale era, di regola, superiore in misura apprezzabile al saggio di sconto di mercato (market rate). Il mezzo principale di controllo del volume del credito era di regolarne il prezzo; e le operazioni di mercato aperte effettuate dalle autorità erano per lo più impiegate a puro scopo di sostegno della manovra del saggio ufficiale.

Dal 1932 il controllo per mezzo del saggio dello sconto è cessato. Il saggio ufficiale è stato stabilizzato (al 2%) e solo variazioni di poco conto si sono verificate nei saggi di mercato. Il controllo della Banca Centrale è stato esercitato agendo direttamente sull'offerta di credito, senza turbare il livello dei saggi di mercato. E sulla base di questi ultimi le autorità hanno quindi dovuto operare nel comperare o nel vendere titoli sul mercato aperto. Il canone che il loro aiuto potesse essere ottenuto solo a condizioni « penalizzanti », fu virtualmente abbandonato poco dopo il 1930.

Ma, fino al 1939, ne rimasero tracce. Alla fine di ogni semestre, quando la richiesta di fondi si faceva temporaneamente forte soprattutto perchè le Banche volevano presentare situazioni con cospicue riserve liquide, le autorità si astenevano regolarmente dal soddisfare in toto le esigenze di fondi supplementari che il mercato monetario presentava. Per colmare la lacuna, le Case di sconto dovevano, secondo la tradizione, presentarsi col cappello in mano alla Banca d'Inghilterra e chiedere sovvenzioni, che ottenevano solo alle costose tradizionali condizioni.

Dal 1939, le autorità hanno cessato di rammentare al mercato, seppure in questa forma raddolcita, il potere che hanno di dominarlo con drastici interventi. Anche alla fine di ciascun semestre Lombard Street ottiene dalla Banca d'Inghilterra tutta l'assistenza di cui abbisogna a condizioni praticamente uguali a quelle in uso per i finanziamenti da parte delle Banche commerciali. Inol-

tre la Banca d'Inghilterra ha preso ad agevolare il mercato per altre vie. In precedenza, sebbene le autorità fossero decise ad evitare turbative alla stabilità dei saggi monetari, il mercato dello sconto doveva attendere che da esse partisse l'iniziativa dell'intervento inteso ad ovviare a eventuali lacune nell'offerta di credito. Ma dal 1939 l'iniziativa in materia è stata in pratica trasferita dalla Banca d'Inghilterra al mercato stesso. Ogni qualvolta si determina insufficienza delle risorse creditizie, le Case di sconto possono d'iniziativa rivolgersi — ed in effetti si rivolgono — all'« agente » della Banca d'Inghilterra sul mercato, il quale è quasi sempre disposto a fornire l'assistenza necessaria comperando cambiali a breve ai saggi di mercato. D'ordinario, l'assistenza è negata solo in un caso, quando il mercato dello sconto abbia già esaurito le scorte di effetti a breve sui quali in genere insiste il « compratore speciale » (*special buyer*: così è chiamato l'agente della Banca Centrale).

Ma anche in tal caso il mercato non ha a temere situazioni di disagio. Se le Case di sconto non sono in grado di offrire effetti a breve, il « compratore speciale » è disposto a cercarli altrove e in genere li trova presso una o più Banche commerciali. Le Banche, accresciute le riserve liquide con simili vendite di effetti alle autorità monetarie, sono in grado di aumentare — e in effetti aumentano — i loro prestiti in favore di Lombard Street. In questa e in varie altre maniere le autorità hanno, durante e dopo la guerra, sviluppato una tecnica ognor più flessibile, sempre con il fondamentale obiettivo di evitare qualsiasi turbamento al tranquillo livello dei saggi monetari.

Da un punto di vista superficiale, si potrebbe pensare che l'abbandono dello strumento di controllo del saggio di sconto debba aver diminuito l'importanza del mercato di sconto come tramite per la regolamentazione del sistema creditizio. Ciò è ben lontano dalla verità. Quando il sistema è regolato operando esclusivamente sul volume del credito, è più che mai importante che le autorità siano in grado di agire per il tramite di un vasto ma sensibile mercato di prestiti a breve. L'esistenza del mercato dello sconto come « cuscinetto » tra Banche commerciali e Banca d'Inghilterra dà al mercato a breve un grado di flessibilità e sensibilità che probabilmente non potrebbe ottenersi con altri mezzi. Per il futuro, giova rammentare che più la Gran Bretagna si orienterà verso un sistema di economia libera, regolato soltanto dal meccanismo dei prezzi (contrapposto ad un sistema pianificato, controllato con assegnazioni e razionamenti « fisici »), più importanti diverranno simili tecniche di regolamentazione del credito per tramite del mercato monetario.

W. T. C. KING

(7) Al 30 giugno 1949 la consistenza delle Cambiali del Tesoro « by tender » era sempre di 2210 milioni di sterline (contro una consistenza di 2248 milioni di Cambiali emesse con altre procedure). La consistenza globale dei Certificati si era ulteriormente ridotta. (N. d. T.)