

Le operazioni di mercato aperto in Inghilterra

Questo articolo si propone di descrivere lo sviluppo delle operazioni di mercato aperto in Inghilterra; di precisarne la tecnica e di illustrarne l'impiego. L'articolo è suddiviso in sei sezioni:

I. — Descrizione sommaria delle caratteristiche essenziali e degli scopi delle operazioni di mercato aperto.

II. — Storia dello sviluppo di tecniche diverse da parte della Banca d'Inghilterra nel XIX secolo e nel primo quarto del secolo XX.

III, IV e V. — Discussione particolareggiata delle operazioni svolte dal 1928 al 1952: 1928-31 (Sez. III); 1932-51 (Sez. IV); 1951-52 (Sez. V);

VI. — Sommario e conclusioni.

I. — Caratteristiche tecniche e scopi delle operazioni di mercato aperto.

«Con le operazioni di mercato aperto — scriveva Keynes nel *«Trattato della Moneta»* — la Banca d'Inghilterra ha creato il metodo perfetto per trasferire all'autorità centrale un completo controllo sui membri del sistema bancario del paese.... Esso permette alla Banca d'Inghilterra di esercitare un controllo assoluto sulla creazione del credito da parte delle banche associate — in grado tale che non trova riscontro in nessun altro sistema monetario» (1).

I fattori di maggior peso che condizionano le banche nella creazione del credito sono: a) il volume delle riserve di cassa (sotto forma di biglietti di banca o di depositi presso la Banca d'Inghilterra), e b) il rapporto tra la cassa e il totale dei depositi (in Inghilterra, com'è noto, si tratta di un rapporto convenzionale al quale le banche si uniformano regolarmente; dal 1946 esso è dell'8%).

Le passività variabili della Banca d'Inghilterra sono costituite dai biglietti in circolazione (in

mano del pubblico o delle banche), dai depositi del Governo (*Public Deposits*), dai depositi delle banche associate (*Bankers' Deposits*) e da quelli dei clienti ordinari della Banca d'Inghilterra (*Other Accounts*). Ammesso che rimangano invariati sia i biglietti posseduti dal pubblico che i depositi del Governo ed i conti della clientela, se la Banca Centrale riesce a controllare il volume delle proprie attività totali (e delle passività), essa può controllare il volume delle riserve di cassa delle banche e quindi il volume dei depositi bancari.

Keynes adottò una triplice classificazione delle attività variabili di una Banca Centrale: 1) Oro, 2) Investimenti, 3) Anticipazioni (2).

Nel termine «oro» Keynes includeva «qualsiasi attività che la Banca non può creare da sé e che per legge deve convertire nella propria moneta legale». In un sistema internazionale «convertibile», la quantità di oro posseduta dalla Banca Centrale dipende dalla bilancia dei conti internazionali. Oggi quasi tutto l'oro è posseduto dal Fondo Stabilizzazione Cambi (*Exchange Equalization Account*) che sarà considerato più oltre.

Con il termine «investimenti» Keynes intendeva le attività acquisite dalla Banca Centrale di propria iniziativa; il gruppo comprende la maggior parte dei titoli governativi e d'altro tipo posseduti dalla Banca d'Inghilterra, ivi incluse le cambiali acquistate sul mercato aperto. Le operazioni di mercato aperto consistono appunto nelle variazioni del volume di questi investimenti mediante vendite e acquisti sul mercato aperto.

Le «anticipazioni» sono le attività acquisite dalla Banca Centrale «in virtù di un obbligo — sancito dalla legge o dalla consuetudine» — derivante dalla sua posizione di banchiere del governo e della clientela ordinaria, e di prestatrice di ultima istanza per il mercato monetario. Questo gruppo comprende perciò le anticipazioni a breve

scadenza al Tesoro (le cosiddette «*ways and means advances*»), nonché gli «Sconti e Anticipazioni» per conto dei clienti ordinari della Banca e del mercato monetario. Dalla fine del secolo XIX il mercato monetario ha chiesto prestiti alla Banca solo per brevi periodi e di propria iniziativa, per far fronte a tensioni stagionali o di altro genere; pertanto, normalmente, gli «Sconti e Anticipazioni» al mercato sono a zero. Ciò deriva dall'altezza sia del tasso ufficiale di sconto che del tasso sulle anticipazioni, entrambi mantenuti a livelli dei saggi correnti sul mercato aperto. Le stesse banche non chiedono mai prestiti alla Banca d'Inghilterra, sebbene negli anni recenti la Banca d'Inghilterra abbia acquistato da esse cambiali a prezzi di mercato.

Le riserve di cassa delle banche possono essere modificate:

1) da una redistribuzione delle passività della Banca d'Inghilterra che lasci invariato il totale del passivo. Ad esempio, a seguito di pagamenti effettuati dal governo, possono spostarsi dei fondi dai «*public deposits*» ai «*bankers' deposits*»; oppure il pubblico, mettendo in circolazione una maggiore quantità di biglietti, riduce la quantità dei biglietti in possesso delle banche, che possono ristabilire la situazione prelevando una quota corrispondente di «*bankers' deposits*». Aumenta così il numero dei biglietti a disposizione del pubblico mentre diminuiscono sia i biglietti a disposizione delle banche che i «*bankers' deposits*»;

2) da una variazione del totale dell'attivo (e del passivo) della Banca Centrale senza una corrispondente variazione delle sue passività verso i clienti non costituiti dal sistema bancario. Ad esempio, la Banca d'Inghilterra può accrescere i propri «investimenti» acquistando cambiali sul mercato aperto. Il venditore di solito sarà una banca commerciale o il cliente di una banca; in conseguenza della transazione, aumenteranno sia i «*bankers' deposits*» che i titoli posseduti dalla Banca d'Inghilterra. Oppure quest'ultima può vedersi costretta a prestare al mercato monetario come «prestatrice di ultima istanza»; in questo caso aumenterà subito la voce «Sconti e Anticipazioni» e, una volta rimborsati alle banche i prestiti a breve, aumenteranno anche i «*bankers' deposits*».

Il livello delle riserve di cassa delle banche commerciali può essere modificato oltre che da varia-

zioni negli «investimenti» della Banca Centrale, da un certo numero di altri fattori. I più importanti sono:

1) riscossioni e pagamenti del governo e prestiti al governo;

2) entrata o uscita di «oro»;

3) variazioni della domanda di biglietti da parte del pubblico (o di monete d'oro se sono in circolazione);

4) indebitamento del mercato verso la Banca.

La Banca d'Inghilterra può contrastare o attuare gli effetti di questi fattori servendosi di due strumenti: le operazioni di mercato aperto e il tasso ufficiale di sconto.

Nelle operazioni di mercato aperto la Banca, di propria iniziativa, acquista o vende attività a prezzo di concorrenza. La forma oggi più comune è la compra-vendita di titoli (di solito cambiali del Tesoro, *Treasury Bills*), a prezzi di mercato o molto vicini ad essi.

Le operazioni di mercato aperto possono avere lo scopo generale di espandere, ridurre o mantenere inalterato il volume dei depositi presso le banche commerciali. Ad esempio, esse sono servite per controbilanciare gli effetti espansionistici di un afflusso di oro che la Banca considerava temporaneo, per agevolare la ripresa industriale mediante credito abbondante e a buon mercato o per arrestare un movimento inflazionistico.

Più spesso la Banca si è servita delle operazioni del mercato aperto con l'obiettivo più limitato di influenzare le condizioni di un singolo comparto. Soprattutto vi è ricorso per influenzare il mercato monetario a breve termine allo scopo di controllare e stabilizzare i tassi di sconto. In effetti il mercato dello sconto è sensibilissimo alle variazioni delle riserve di cassa delle banche, poichè in caso di diminuzione delle riserve le banche si affrettano a richiamare prestiti a vista o a breve; e ad aumentarli nel caso opposto. Per evitare temporanei squilibri nell'offerta di fondi al mercato — ad esempio, nel caso in cui debbano effettuarsi rilevanti pagamenti al governo — ed impedire le conseguenti fluttuazioni dei tassi, la Banca d'Inghilterra compie operazioni stabilizzatrici o di «attutimento». Negli anni recenti la Banca lo ha fatto quasi giornalmente, comprando (o più raramente vendendo) cambiali a brevissima scadenza ai prezzi di mercato o molto vicini ad essi; ma

(1) J. M. KEYNES, *A Treatise on Money*, p. 231.

(2) J. M. KEYNES, *op. cit.*, pp. 226-227.

sin dal 1829 la Banca era ricorsa a espedienti di stabilizzazione del genere.

Ai tempi del regime aureo la Banca d'Inghilterra si serviva del controllo sui tassi di sconto del mercato soprattutto per difendere le proprie riserve auree. Nel caso di una fuga di oro la Banca d'Inghilterra provocava un rialzo dei tassi di mercato in modo da attrarre prestiti dall'estero e scoraggiare i prestiti verso l'estero. Ovviamente l'aumento del tasso ufficiale di sconto determinava l'aumento dei tassi di mercato soltanto se la mancanza di altre fonti di finanziamento costringeva il mercato a rivolgersi alla Banca per ottenere prestiti. Perciò quanto più erano abbondanti le risorse del mercato, tanto meno era probabile il ricorso alla Banca Centrale e minori gli effetti di variazioni del tasso ufficiale sui tassi di mercato. Per rendere « operante » il tasso di sconto era necessario che la Banca riducesse le disponibilità del mercato. A questo fine, specialmente dopo il 1890, quando il problema diventò veramente acuto, la Banca d'Inghilterra adoperò un certo numero di espedienti che costituiscono gli antecedenti delle moderne operazioni di mercato aperto. Essi sono esposti nella Sezione seguente.

II. — Lo sviluppo delle operazioni di mercato aperto in Gran Bretagna.

Sino al 1875 la Banca d'Inghilterra solo in circostanze eccezionali si servì di altri mezzi di rinforzo del tasso di sconto. La sua stessa dimensione e la sua importanza le consentivano un efficace controllo del mercato; essendo la più importante fonte di credito, le bastava restringere notevolmente sconti e anticipazioni per determinare una tensione sul mercato monetario, un aumento dei tassi di mercato e una contrazione delle riserve della banche commerciali. Già nel 1873 Bagehot osservava: « In *Lombard Street* non esiste, in qualsiasi momento normale, il danaro necessario per scontare tutte le cambiali di *Lombard Street* » (3). Sebbene non sempre, ad esempio in periodi di depressione, è approssimativamente vero che normalmente la Banca scontava cambiali e faceva anticipazioni per conto del mercato monetario. Pertanto, per quasi tutto questo periodo può riuscire difficile oltre che fuorviante la moderna distinzione tra gli acquisti di cambiali sul mercato

(3) BAGEHOT, *Lombard Street*, p. 10.

effettuati dalla Banca di propria iniziativa (che costituiscono le operazioni di mercato aperto) e gli acquisti e le anticipazioni fatte sul mercato in momenti di tensione allorché è richiesto l'aiuto della Banca (in questo caso la Banca agisce come « prestatrice di ultima istanza », facendo pagare un tasso penalizzatore). Quando il mercato faceva affidamento sulla Banca d'Inghilterra per una parte (spesso molto considerevole) delle proprie risorse, gran parte degli obiettivi per i quali oggi necessitano le operazioni di mercato aperto, poteva essere raggiunta variando i tassi di sconto e d'interesse, nonché la quantità e la qualità delle cambiali e degli altri titoli ammessi allo sconto.

Nella prima metà del XIX secolo la Banca d'Inghilterra inaugurò due nuovi metodi per affiancare l'opera del saggio di sconto:

- a) la compra-vendita di titoli;
- b) la contrazione di prestiti sul mercato.

Inoltre, col sistema delle « anticipazioni trimestrali » introdusse un metodo di stabilizzazione del mercato che ha finalità analoghe alle odierne operazioni di « alleggerimento ».

Esaminiamo dapprima la tecnica della stabilizzazione.

STABILIZZAZIONE.

Quando il tasso ufficiale di sconto era a livelli prossimi al tasso di sconto di mercato, come avveniva prima del 1825, il mercato poteva superare una deficienza di fondi scontando cambiali alla Banca, senza provocare nessun grave aumento dei tassi di mercato. Ma nella depressione seguita alla crisi del 1825 i saggi di mercato diminuirono mentre il saggio ufficiale di sconto venne mantenuto al 4% o più, secondo il principio di Horsley Palmer, secondo cui la Banca doveva scontare cambiali solo in tempi di tensione. Per i dieci anni successivi al 1825 il saggio di mercato si mantenne molto al disotto del tasso ufficiale di sconto, giungendo fino ad una differenza di 1,50%. In caso di tensione, il mercato non portava le cambiali al risconto della Banca « fino a che il tasso di mercato non avesse raggiunto o superato il tasso ufficiale di sconto, provocando nel frattempo notevole disagio commerciale » (4). Se la tensione era deter-

(4) W. T. C. KING, *History of the London Discount Market*, p. 84.

minata da un deflusso di oro, l'aumento dei tassi poteva essere un correttivo desiderabile; ma in realtà, più di frequente la tensione era conseguente ad un temporaneo immobilizzo di fondi. La più acuta tensione di carattere temporaneo si aveva nelle settimane che precedevano il pagamento dei dividendi del governo, « quando il danaro si accumulava nelle mani degli esattori e nel conto della Tesoreria presso la Banca. Effettuati i pagamenti, con i conti del governo sguarniti più del solito, la situazione di tensione si mutava in una situazione di facilità monetaria altrettanto accentuata, determinando in un periodo brevissimo violente fluttuazioni dei tassi » (5).

Per contrastare gli effetti perturbatori di questa regolare sottrazione ed immissione di fondi, la Banca inaugurò nel 1829 il sistema di concedere prestiti a breve durante le settimane che precedevano le scadenze dei dividendi. Queste « anticipazioni trimestrali » (*quarterly advances*) venivano offerte a tassi di concorrenza a coloro che fossero in grado di offrire i titoli richiesti (cambiali commerciali, *Exchequer Bills*, ecc.). Esse — osserva W. T. C. King — « dovevano farsi a saggi tali da indurre gli operatori a chiederle prima che si determinasse una seria tensione. Venivano perciò concesse a un tasso uguale o vicino al tasso del mercato » (5).

Il sistema, all'atto della sua introduzione, differiva quindi dalla prassi moderna dell'indebitamento del mercato dello sconto a metà anno, quando il mercato è « costretto a ricorrere alla Banca » che presta su iniziativa del mercato stesso, imponendo un tasso d'anticipazione penalizzatore collegato col tasso ufficiale di sconto. Si trattava piuttosto di un sistema simile alle « operazioni di alleggerimento » con le quali la Banca, per evitare una situazione di tensione, viene in aiuto del mercato acquistando cambiali a tassi uguali o vicini a quelli di mercato.

Dopo il 1844 la prassi della Banca si modificò. Durante il triennio 1844-47 il tasso ufficiale di sconto si mantenne in media al disotto del tasso di mercato e la Banca perseguì una politica di concorrenza aggressiva per gli sconti. Anticipazioni temporanee potevano ottenersi in qualsiasi periodo dell'anno al tasso ufficiale di sconto che ora non costituiva più un tasso penalizzatore. Dopo il 1847

(5) *Ibid.*, p. 85.

il tasso ufficiale di sconto ritornò ad un livello superiore al tasso di mercato. Ma la Banca d'Inghilterra non ritornò al vecchio sistema di concedere anticipazioni trimestrali ai tassi di mercato; essa collegò invece il tasso di queste anticipazioni al tasso ufficiale di sconto. Comunque, ancora per qualche tempo, essa continuò ad offrirle a condizioni più favorevoli di quelle praticate per altre anticipazioni temporanee in date diverse dai periodi di scadenza dei pagamenti per il debito pubblico.

COMPRA-VENDITA DI TITOLI.

Durante il diciannovesimo secolo la Banca di Inghilterra si trovava in una posizione di duplice responsabilità verso i suoi proprietari, per la ricerca di profitti, e verso il pubblico, per regolare il mercato monetario, controllare il credito e proteggere la riserva aurea. Solo nella seconda metà del secolo la responsabilità verso il pubblico prese indiscutibilmente il sopravvento su quella verso i proprietari. Perciò, poche operazioni in titoli della prima metà del secolo e non tutte quelle compiute nella seconda metà (più precisamente sino al 1908) possono considerarsi operazioni di mercato aperto, effettuate con lo scopo principale di regolare il mercato.

Il movente degli acquisti o delle vendite di titoli non alterava naturalmente gli effetti provocati dall'immissione o dal ritiro di fondi sul mercato. Può darsi che di tali effetti si tenesse conto (non sempre comunque); ma lo scopo determinante nelle prime operazioni in titoli era probabilmente di conservare od accrescere i ricavi della Banca. In due occasioni, peraltro, nel 1825 e nel 1839, il metodo venne usato a scopi di controllo. Alla fine del 1824 e nei primi nove mesi del 1825, in seguito ad un andamento sfavorevole dei cambi determinato da esportazioni di capitale, la Banca d'Inghilterra vendette rilevanti partite di *Exchequer Bills*, presumibilmente per ridurre la circolazione di biglietti. Nel 1825 al deflusso delle riserve verso l'estero si aggiunse un deflusso verso l'interno e in dicembre cominciò il panico. Allora la Banca non solo riscontò forti quantità di cambiali presentatele dal mercato, ma tentò di alleggerire il mercato acquistando « *Exchequer Bills* ».

Verso la fine del decennio 1820-1830 e nel decennio successivo la Banca sosteneva che due erano i principi ai quali si atteneva nella gestione delle proprie attività. Primo, il tasso ufficiale di sconto

doveva di norma mantenersi superiore al tasso di sconto di mercato e la Banca scontare soltanto in periodi di emergenza. Questo principio, già menzionato, fu osservato rigidamente. Secondo, la Banca doveva mantenere in oro un terzo delle proprie attività, ed il resto in titoli; la quantità dei titoli doveva essere mantenuta per quanto possibile costante, almeno durante deflussi di oro. Questo secondo principio non venne osservato. Tra il 1833 e il 1839 la Banca non ebbe mai una quantità di oro pari ad un terzo delle proprie attività; sensibile alle responsabilità verso i proprietari, essa era riluttante ad aumentare « la sterile riserva di metallo ». Né le riuscì di mantenere costante la quantità dei titoli quando, per esempio nel 1838-39, l'oro defluiva verso il continente. Il tasso ufficiale di sconto fino al 1833 era stato delimitato dalle « leggi sull'usura » a un massimo del 5%; nel maggio 1839 fu portato al livello senza precedenti del 6%; ciononostante rimaneva sempre inferiore al saggio di mercato. I titoli della Banca aumentavano a misura che essa scontava le cambiali di mercato, e lo sforzo di controbilanciare questo aumento mediante la vendita di cambiali del Tesoro, (*Exchequer Bills*), non faceva altro che accelerare l'aumento degli sconti (6).

In questo periodo di tempo la Banca incominciò ad operare in titoli pubblici a medio e lungo termine (*Government Stocks*) ritenuti più prontamente convertibili delle « *Exchequer Bills* ». Horsley Palmer, illustrando nel 1848 le operazioni della Banca in titoli del Consolidato, affermava che essa li acquistava soprattutto a scopo d'investimento; ma aggiungeva che v'era un'altra ragione, quella di render possibile alla Banca di « prendere a prestito per periodi limitati, cedendo titoli pubblici ».

RICORSO A PRESTITI.

L'espedito di sottrarre fondi al mercato ricorrendo a prestiti è per la prima volta chiaramente menzionato nel 1847 quando, nello sforzo tardivo di fermare l'emorragia delle sue riserve auree, la Banca d'Inghilterra adottò un certo numero di misure restrittive: portò il tasso ufficiale di sconto al 5%, richiamò le anticipazioni trimestrali, scontò al tasso ufficiale di sconto solo carta a brevissima

(6) R. G. HAWTREY, *Act of Central Banking*, p. 138.

scadenza, praticando per i titoli a scadenza più lunga tassi molto più alti, e pose un limite al volume complessivo dei titoli ammessi allo sconto. Infine « prese largamente a prestito contro titoli del Consolidato » (7). In questa occasione l'indebitamento venne adoperato come espediente di emergenza; ma da allora fu usato spesso; e sino al decennio 1890-1900 sembra sia stato lo strumento più importante impiegato dalla Banca per appoggiare la politica del tasso di sconto.

Secondo l'opinione tradizionale, nel « prendere a prestito sul Consolidato » la Banca avrebbe usato la tecnica piuttosto peculiare di « vendere Consolidato a pronti e ricomprarlo a termine ». Così affermano Keynes (*Trattato della Moneta*), W. T. C. King (*History of London Discount Market*) e il prof. Hawtrey (*A Century of Bank Rate*). Il prof. Hawtrey scrive: « Fino al 1890 la Banca si astenne dal presentarsi sul mercato in veste di mutuatario » (8). Per sottrarre fondi al mercato la Banca doveva cedere titoli; poiché quando il tasso ufficiale di sconto era inoperante essa possedeva poche cambiali, doveva operare in titoli a lungo termine, per es. Consolidato. Ad evitare il pericolo di perdite in conto capitale quando il tasso ufficiale ritornava operante e i tassi di mercato aumentavano, « la Banca adottò il metodo ingegnoso di vendere titoli di Consolidato in contanti e di riacquistarli a termine per la successiva liquidazione di Borsa » (9).

Storici posteriori hanno trovato ben poche prove che la Banca si sia effettivamente servita di questo metodo tortuoso. Così, il professor Clapham, commentando le dichiarazioni di Palmer al Comitato del 1848 osserva: « può darsi che la Banca d'Inghilterra abbia venduto a pronti e comprato a termine — il metodo di prendere a prestito su titoli del Consolidato decantato dalla tradizione —; ma non esistono prove dirette sull'impiego di questo metodo nel 1847 o in qualsiasi altro periodo » (10). Egli rileva invece un certo numero di casi, dopo il 1847, in cui la Banca ottenne prestiti a breve dal mercato tramite una ditta di « brokers », servendosi dei titoli del Consolidato come di garanzia collaterale, e a tassi di concorrenza. È ragionevole supporre che sia stato questo il metodo sem-

(7) W. T. C. KING, *op. cit.*, p. 139.

(8) R. G. HAWTREY, *A Century of Bank Rate*, p. 69.

(9) R. G. HAWTREY, *op. cit.*, p. 61.

(10) CLAPHAM, *Bank of England*, Vol. II, p. 296.

plice e diretto comunemente usato dalla Banca per « contrarre prestiti su titoli del Consolidato ».

La Banca si servì del metodo, per rendere operante il tasso ufficiale di sconto, eccezionalmente nei decenni 1850-60 e 1860-70, ma di frequente tra il 1870 e il 1890, quando pochi furono gli anni in cui siano mancati prestiti del genere. Un esempio evidente di vendita a scopo di controllo si ebbe durante la crisi del 1857, quando la Banca, nel tentativo di limitare il numero dei biglietti eccedenti la quantità consentita dalla legge, approfittava di « ogni occasione per vendere titoli del Consolidato » (11).

Entrambi questi metodi — vendita di titoli e prestiti — tendenti a diminuire la disponibilità di fondi del mercato, erano costosi e di dubbia efficacia. Ma finché perdurò la dipendenza del mercato dalla Banca per gran parte del fabbisogno di fondi i mutamenti nella volontà o nella capacità della Banca a concedere prestiti erano sufficienti da soli a determinare quasi immediatamente tensioni o distensioni del mercato. Il tasso ufficiale di sconto di solito era efficace. Perciò la Banca aveva in esso e nelle norme sull'ammissione al risconto, due strumenti di regola abbastanza potenti per permetterle di mantenere il controllo sul mercato; in verità un controllo non troppo rigido. Solo raramente la Banca dovette rafforzare l'azione del tasso di sconto con altri strumenti.

LA DEBOLEZZA DELLA BANCA D'INGHILTERRA.

Durante la seconda metà del secolo XIX si verificarono nel sistema monetario della Gran Bretagna dei mutamenti che indebolirono di molto il controllo della Banca d'Inghilterra. Tra questi vi fu lo sviluppo di altre fonti di provvista delle riserve del mercato, sviluppo che svincolò il mercato stesso dallo stato di soggezione verso la Banca d'Inghilterra per i periodi normali e rese possibile il formarsi di divari fra i saggi di mercato e il tasso ufficiale di sconto. Per conservare il controllo del mercato la Banca d'Inghilterra aveva bisogno di tecniche potenti, sia per costringere il tasso di mercato a uniformarsi al tasso ufficiale di sconto, sia per influenzare il sistema senza ricorrere al tasso di sconto. Verso il 1890 le difficoltà di mantenere il controllo erano diventate veramente gravi.

(11) CLAPHAM, *ibid.*, p. 233.

Il più importante tra i mutamenti sopra accennati fu l'espansione delle disponibilità e la modificazione della struttura delle banche commerciali. Nel 1833 i depositi delle banche commerciali erano tre volte superiori a quelli della Banca d'Inghilterra; nel 1875 lo erano venti volte. Le banche si facevano concorrenza per i depositi offrendo alti saggi d'interesse, e perciò preferivano investire gran parte delle riserve in attività liquida ma remunerative: e cioè cambiali, e prestiti al mercato delle cambiali. Questo mercato era diventato di importanza fondamentale per regolare i movimenti di capitale a breve in tutto il mondo. Alle sue accresciute risorse provenienti dall'interno, bisogna aggiungere l'offerta crescente di capitale straniero, sia investito direttamente sul mercato sia depositato presso le banche. Nelle nuove circostanze, grave era il pericolo che un deflusso di capitale a breve determinasse una fuga di oro, anche perché l'indipendenza del mercato dalla Banca svincolava il tasso di mercato dal tasso ufficiale di sconto. All'inizio i cambi esteri venivano influenzati dal tasso di mercato di modo che, senza un meccanismo che facesse sentire al mercato l'efficacia del tasso ufficiale, la Banca era quasi impotente a difendere le sue riserve auree. L'espansione delle disponibilità totali delle banche commerciali si accompagnava con un movimento di fusione delle singole banche — movimento acceleratosi dopo il 1890 — e con lo sviluppo della rete delle filiali. Una conseguenza di questo sviluppo fu l'abbondanza delle cambiali commerciali interne, e il correlativo declino dell'influenza del mercato di sconto sul commercio interno.

Anche per tale rispetto la Banca d'Inghilterra abbisognava di nuove tecniche. Per frenare una grave e persistente tendenza a perdere oro, non era più sufficiente una stretta sul mercato dello sconto; la Banca doveva influire sull'attività interna e sui prezzi in altri modi. È vero che le banche avevano inaugurato la moderna consuetudine di regolare i tassi dei depositi e delle anticipazioni sul tasso ufficiale di sconto; e che un aumento del tasso ufficiale di sconto era seguito dall'aumento dei tassi sulle anticipazioni bancarie, che a sua volta esercitava un effetto deprimente sull'attività economica; ma se la Banca d'Inghilterra avesse tentato di imporre un elevato tasso ufficiale di sconto in periodi di facilità monetaria, le banche ordinarie avrebbero potuto rompere

con quella consuetudine - come minacciarono di fare nel 1893. La Banca doveva rincalzare la manovra del tasso di sconto con una riduzione della base di riserve liquide del sistema bancario, ricorrendo a vendite di titoli o ad altri metodi. Ma, a sua volta, l'efficacia di questi altri metodi dipendeva dalla stabilità del rapporto fra le riserve di cassa delle banche e le loro passività; rapporti che invece presentavano notevoli fluttuazioni.

Il passaggio da un sistema bancario senza filiali ad un sistema con filiali aveva peraltro dato forza e stabilità alla struttura creditizia, eliminando la dannosa concentrazione del credito a Londra. Inoltre, i nuovi istituti risultanti dalla fusione delle vecchie banche tendevano generalmente a conservare maggiori riserve liquide, sia in depositi presso la Banca d'Inghilterra che in oro.

Tali sviluppi furono accompagnati da due mutamenti occorsi nella finanza governativa, pur essi favorevoli alla Banca d'Inghilterra: a) l'espansione delle entrate fiscali, che costringeva di solito il mercato a entrare in contatto con la Banca durante il primo trimestre dell'anno solare, nel periodo cioè dei massimi incassi tributari; b) l'introduzione, nel 1877, delle « *Treasury Bills* » (Cambiali del Tesoro) che permise al Governo di assorbire parte dei fondi superflui del mercato invece di chiedere prestiti alla Banca.

Nondimeno alla fine del decennio 1880-90 le possibilità di controllo della Banca stavano - ripeto - pericolosamente indebolendosi. Le vicende del 1888-90 possono ritenersi tipiche. Dopo la depressione del 1887 vi era stata una ripresa in condizioni di moneta a buon mercato e di progresso tecnico. La ripresa aveva provocato i normali effetti sfavorevoli sulle riserve liquide della Banca portandole a un livello relativamente basso; ciononostante nel gennaio 1888 il tasso ufficiale di sconto veniva ridotto al 3% e nel marzo al 2%. « La riduzione di gennaio - scriveva *The Economist* - è stata imposta alla Banca dall'asprezza della concorrenza esterna e costituisce un'altra prova della mutata situazione della Banca nei confronti del mercato. Prima essa ne era la guida, ora molto spesso, deve adattarsi a seguirlo ». (« *Economist* », 21 gennaio 1888). Nel marzo il Cancelliere dello Scacchiere colse l'opportunità di attuare la conversione di 600 milioni di sterline di debito pubblico prima che la crescente attività economica determinasse rincari nei tassi. E fece appena a tempo, il ritiro dell'oro dalla Banca con-

tinuò e si accentuò durante l'autunno. Il tasso ufficiale di sconto fu allora aumentato gradualmente ma rimase inefficace, malgrado la Banca intervenisse anche prendendo a prestito dal mercato. In ottobre il tasso ufficiale giunse al 5%; ma il tasso di mercato passò dal 3% al 4½% soltanto in seguito ad ulteriori indebitamenti della Banca e dopo che i ritiri di oro avevano agito sui fondi a disposizione del mercato.

Il 1889 fu anno di continua ripresa e di emissione di prestiti su larghissima scala (12). Gran parte di essi prese la via dell'estero, specialmente del Sud America. La Banca aveva iniziato l'anno - il 1889 - con una ridottissima riserva aurea e doveva perciò premunirsi contro il pericolo di ulteriori deflussi verso l'estero. Nell'autunno il danaro si fece eccezionalmente scarso. Il tasso ufficiale di sconto - dal 5% in settembre - fu aumentato al 6% in dicembre, ma l'efficacia del rialzo fu solo parziale. Probabilmente la Banca continuò a prendere a prestito dal mercato; e a dicembre rifiutò di vendere oro in barre.

Malgrado questi sforzi e malgrado la cooperazione del Tesoro che rimborsò le anticipazioni ricevute con il gettito delle entrate fiscali, la Banca chiuse l'anno con una riserva di £ 9,5 milioni soltanto. Il saggio di mercato cadde al 4½% nel gennaio 1890 nonostante che il tasso ufficiale rimanesse al 6%. I tassi di mercato continuarono a diminuire ancora, seguiti questa volta dal tasso ufficiale, che in aprile fu ridotto al 3% quantunque continuassero i ritiri di oro (su piccola scala) e in Argentina la crisi fosse alle porte. « In tali circostanze » - nota il Sayers - « la Banca, non essendo in grado di rovesciare la tendenza del mercato, si trovò costretta a seguirne l'andamento discendente poiché gli operatori provinciali erano soggetti a tassi che variavano proporzionalmente al tasso ufficiale » (13).

Questa incapacità della Banca d'Inghilterra di proteggere adeguatamente le riserve auree del più importante paese seguace del « regime aureo » era fonte di continui pericoli. Perché la Banca potesse seguitare ad esercitare la sua azione di controllo, erano necessari non solo nuovi e potenti metodi tecnici, ma anche l'ausilio e la cooperazione del

(12) « Durante il triennio 1888-90 furono raccolti a Londra fondi liquidi per non meno di 446 milioni di sterline » (CLAPHAM, *op. cit.*, p. 325).

(13) R. S. SAYERS, *Bank of England Operations 1890-1914*, p. 6.

sistema bancario. La crisi Baring del novembre 1890 aveva richiamato l'attenzione sull'utilità e necessità di questa cooperazione e nello stesso tempo aveva messo in evidenza l'insufficienza delle riserve auree della Banca Centrale.

In effetti, dopo il 1890 le banche commerciali collaborarono più che in passato con la Banca Centrale, sebbene la collaborazione sia diventata realmente efficace solo nel nostro secolo. Nel 1890 la Banca inaugurò il primo dei numerosi « congegni », con i quali doveva rafforzare il suo controllo sul mercato durante i venticinque anni seguenti. Non le riuscì mai invece di trovare un rimedio decisivo all'insufficienza delle riserve auree. L'azione per l'aumento delle riserve, iniziata durante la crisi Baring, quando per precauzione la Banca aveva ottenuto oro dalla Francia e dalla Russia, durò più o meno fino al 1914. Ma l'aumentare le riserve significava o ulteriore indebolimento del controllo della Banca sul mercato oppure la diminuzione dei profitti. In effetti la Banca, se acquistava oro senza ridurre le proprie attività fruttifere, aumentava le risorse del mercato; se neutralizzava l'acquisto di oro con vendite di attività redditizie, vedeva cadere i suoi profitti. Di certo, nel periodo di moneta facile 1894-96, quando l'oro affluiva in Europa dall'America e dal Rand e le riserve della Banca raddoppiarono, essa non poté permettersi di neutralizzare questo afflusso, sebbene lo ritenesse temporaneo. « Al contrario,..... la Banca aumentò sostanzialmente i propri investimenti, evidentemente nell'intento di aumentare i profitti » (14).

NUOVI METODI: 1890-1914.

Nel periodo 1890-1914 l'obiettivo principale della Banca rimase, come per l'innanzi, la protezione delle riserve auree. Ma la sua politica si differenziò da quella dei precedenti trent'anni sotto due aspetti. In primo luogo essa diede un peso maggiore all'esigenza di un'azione « preventiva » e si sforzò quindi di prevenire le perturbazioni anziché correggerle. In secondo luogo si preoccupò di isolare l'attività economica interna dagli effetti di fluttuazioni temporanee delle riserve auree; per questa ragione - e anche per appoggiare le operazioni di finanziamento del governo - la Banca preferì mantenere il tasso ufficiale di sconto

(14) R. S. SAYERS, *op. cit.*, p. 15.

quanto più basso possibile e ricorse ad altri strumenti per « guidare » il mercato.

I metodi adottati dalla Banca d'Inghilterra tra il 1890 e il 1914 sono stati ampiamente descritti dal prof. Sayers nel volume « *Bank of England Operations, 1890-1914* ». Li possiamo raccogliere in tre gruppi:

a) *Metodi per diminuire le disponibilità del mercato.* - Saranno discussi più oltre.

b) *Metodi per aumentare il tasso di mercato senza aumentare il tasso ufficiale di sconto.* - La Banca rifiutò di riscontare al tasso ufficiale, portò il tasso delle anticipazioni al di sopra del tasso ufficiale di sconto, o rese più severe le condizioni per l'ammissione delle cambiali al risconto.

c) *Operazioni dirette sul mercato dell'oro.* - Allo scopo di mantenere inalterate o di aumentare le riserve auree la Banca si servì a volte di metodi diretti, anziché ricorrere a una più drastica politica del tasso ufficiale di sconto. Variò cioè di frequente il prezzo di acquisto e di vendita dell'oro (esclusa la sovrana) e concesse anticipazioni senza interesse a condizione che fossero rimborsate in oro.

Esula dagli scopi del presente studio un esame particolareggiato dei metodi indicati alle lettere b) e c).

DIMINUZIONE DELLE DISPONIBILITÀ DEL MERCATO.

Non vi furono mutamenti fondamentali nei metodi usati per diminuire le disponibilità del mercato. Di solito, durante il primo trimestre dell'anno, l'afflusso delle entrate statali dava alla Banca il controllo del mercato. Negli altri casi, la Banca continuò a prendere a prestito e, raramente, a vendere titoli. Ma il ricorso a prestiti fu praticato su scala più vasta e da un maggior numero di fonti che nei periodi precedenti.

VENDITA DI TITOLI.

La Banca non acquistava cambiali sul mercato aperto e conservava fino alla scadenza le cambiali acquisite.

La prima conseguenza di simili pratiche si ebbe nel 1890, quando la Banca non poté riscontare per i « bill-brokers » cambiali con scadenza superiore a 15 giorni. La Banca non poteva correre il rischio di aumentare i fondi del mercato e di indebolire il proprio controllo per un periodo più

lungo. Queste restrizioni poterono essere temperate solo quando la Banca riuscì a disporre di altri metodi per sottrarre fondi al mercato.

L'altra conseguenza fu che la Banca poté, come prima, comprare e vendere sul mercato aperto solo titoli a lungo termine. In realtà le vendite di titoli per ridurre le disponibilità del mercato e rendere efficace il tasso ufficiale furono estremamente rare. Gli acquisti del 1895 e del 1908 vennero effettuati probabilmente non per gli effetti che se ne attendevano sul mercato (questo era già sottratto all'influenza della Banca), ma per incrementare i profitti della Banca.

Il prof. Sayers ascrive « l'impiego estremamente raro di questo incomparabile strumento » al rischio di perdite in conto capitale proprio della compravendita di titoli a lungo termine. Si può aggiungere un'altra ragione: le vendite di titoli a lungo termine non riducevano direttamente i fondi disponibili sul mercato a breve. Il loro effetto immediato soleva essere una riduzione delle riserve di cassa delle banche commerciali. Queste, poi, riducevano il totale delle poste passive - e attive - in una misura che dipendeva dal rigore con cui si attenevano ad un rapporto fisso fra cassa e depositi. Allo scopo, avrebbero cominciato col richiamare i prestiti a breve dal mercato monetario, e rinforzare così i fondi di cassa; ma in prosieguo di tempo potevano richiamare prestiti a più lungo termine ripristinando, o perfino aumentando, i prestiti a breve e in tal modo compensando una diminuzione delle riserve di cassa con un aumento di attività redditizie liquide. Il prof. Morgan trovò, per due grandi banche nel periodo 1878-1908 variazioni considerevoli nel rapporto di cassa e « scarsissime correlazioni tra le variazioni del rapporto di cassa e quello dei prestiti a vista ». In breve, la diminuzione delle riserve di cassa delle banche ottenuta con la vendita di titoli a lungo termine non costituiva un metodo sicuro per far diminuire il volume dei prestiti bancari al mercato dello sconto. « Ciò è pienamente dimostrato dalla esperienza », scrive il prof. Morgan (15). « Le operazioni di mercato erano efficaci in un primo momento, quando le Banche ritiravano i prestiti a breve concessi al mercato monetario, ma spesso il mercato sfuggiva di nuovo all'Autorità di controllo non appena le banche redistribuivano le proprie attività. Onde le operazioni di mercato aperto

(15) E. V. MORGAN, *Central Banking*, p. 214

venivano considerate soltanto uno strumento di emergenza ». La Banca impiegava metodi più diretti per ridurre le disponibilità del mercato. « Essa prendeva a prestito fondi da organismi che li avrebbero altrimenti prestati al mercato; e, in rare occasioni, perfino dalle stesse banche ordinarie ».

RICORSO A PRESTITI.

Nel 1890 la Banca d'Inghilterra concluse un accordo con il Consiglio della Contea di Hampshire in forza del quale i fondi dell'ente venivano depositati in un conto speciale presso la Banca, la quale venne così a controllare una parte delle riserve del mercato. Quei fondi potevano essere prestati al mercato o ritirati a discrezione della Banca. È questo il primo esempio di indebitamento della Banca mediante il sistema dei « depositi speciali ».

Accordi analoghi vennero conclusi con altri enti: l'« India Council », gli « Agenti della Corona per le Colonie », ecc.; ma l'accordo più importante fu quello stipulato con il governo giapponese. I fondi giapponesi a Londra erano allora molto cospicui ed estremamente variabili. Ciò era dovuto principalmente ai pagamenti delle indennità della guerra con la Cina (1894-95) e con la Russia (1905-1907), ma in parte anche ai forti prestiti contratti a Londra dal Giappone per la propria espansione economica. Nel « boom » del 1905-1907 la Banca riuscì a portare sotto il suo controllo una parte considerevole dei fondi giapponesi ch'erano prima prestati al mercato e li usò diverse volte per rendere operante la manovra del tasso ufficiale di sconto.

La Banca inoltre contrasse spesso prestiti sul mercato monetario. Per quanto questo metodo, allorché venne impiegato nel 1897, venisse « salutato come qualche cosa di nuovo », sembra, in realtà, fosse una ripetizione di quello già usato nel 1847 e ricordato dal prof. Clapham. Gli agenti (*brokers*) della Banca ottenevano prestiti a breve da ditte finanziarie e da altre fonti, e la Banca impegnava titoli a garanzia. Neanche per questa fase esistono prove sicure che sia stato usato il metodo di vendere titoli a pronti e riacquistarli a termine; nel suo studio il Sayers conclude che è molto probabile che esso sia stato impiegato « in rare occasioni, nel decennio 1890-1900 ».

La Banca prese a prestito dalle banche commerciali londinesi per la prima volta nel 1905, quando il tasso ufficiale di sconto era stato reso inoperante dal rimborso di grosse partite di obbligazioni del Tesoro (*Treasury Bonds*). Il prestito alla Banca d'Inghilterra ridusse le riserve delle banche commerciali che furono costrette a richiamare prestiti concessi al mercato dello sconto. Operazioni del genere furono rese possibili esclusivamente da un nuovo spirito di collaborazione che fra la Banca d'Inghilterra e le banche commerciali si venne formando dopo il 1890. Altri casi di collaborazione si ebbero nel 1910, quando le banche acquistarono oro sul mercato per impedire un aumento troppo rapido delle riserve della Banca d'Inghilterra e la conseguente caduta dei tassi di sconto; e nel 1913 quando aiutarono a rialzare i tassi di mercato richiamando prestiti dal mercato e aumentando le proprie riserve.

Nel 1914 la Banca aveva nel suo arsenale molteplici armi, delle quali nessuna era però veramente efficace. Il problema di come rendere operante per il mercato il tasso ufficiale di sconto aveva avuto una soluzione per più aspetti insoddisfacente. Più d'una volta la Banca incontrò grandi difficoltà nell'assorbire i fondi eccedenti del mercato. E più di una volta il mercato si mostrò incline a ritenere che una riduzione « artificiale » di fondi per iniziativa della Banca d'Inghilterra richiedesse una rispondenza meno attiva che non una riduzione di analoga entità provocata da un deflusso di oro; il che non giovava all'azione della Banca. La ragione principale che spingeva la Banca ad operare direttamente sul mercato dell'oro per un incremento delle proprie riserve auree era il desiderio di evitare le conseguenze dannose di alti saggi d'interesse sull'attività economica interna; ma giocava anche un altro motivo, il fatto cioè che la Banca non disponeva di congegni efficienti e sicuri per controllare il mercato e per imporre tassi elevati.

Anche il modo col quale la Banca d'Inghilterra regolava il sistema monetario non era immune da critiche. Da lunghi anni l'oro affluiva alla Banca a primavera e ne defluiva in autunno. Eppure la Banca non tentò di isolare il sistema bancario da queste fluttuazioni. « È degno di nota » - osserva Keynes - « che non si facesse nulla per mitigare mediante la politica di mercato aperto gli effetti del periodico e ben noto andamento stagionale

degli afflussi e deflussi dell'oro » (16). Ma, sebbene la Banca d'Inghilterra non fosse riuscita a sviluppare una tecnica completamente soddisfacente per il controllo del mercato monetario, pure alla vigilia della guerra del 1914 la sua influenza sul mercato era più grande che non nei precedenti quaranta anni. Le « direttive dall'alto » al mercato, di cui la Banca era oramai guida riconosciuta erano quasi altrettanto efficaci dei controlli « quantitativi ».

Durante la guerra 1914-18 le operazioni finanziarie del governo dominarono il mercato come non mai. La preoccupazione principale del Tesoro era il finanziamento della guerra, soprattutto mediante prestiti; contemporaneamente esso cooperava con la Banca d'Inghilterra per sostenere i saggi d'interesse a livelli abbastanza alti, sia per proteggere i cambi (incoraggiando i fondi esteri a venire a Londra) sia per frenare l'ascesa dei prezzi interni.

Il compito di sostenere i saggi di mercato venne reso molto più difficile dal forte aumento delle riserve di cassa delle banche e delle accresciute riserve del mercato di sconto. Dalla tabella che segue può rilevarsi l'espansione della cassa, dei prestiti a breve ed a vista, degli sconti e dei depositi delle « clearing banks » tra il giugno 1914 e il giugno 1919 (17).

	Giugno 1914	Giugno 1915	Giugno 1919
	(milioni di sterline)		
Fondi in cassa e presso la Banca d'Inghilterra	127	222	350
Prestiti a breve e alla giornata	113	113	358
Sconti	122	148	267
Depositi	849	1.035	1.875
Rapporto di cassa (<i>cash ratio</i>)	15,0%	21,5%	18,7%

Tre furono le cause principali di questa espansione delle riserve del mercato: a) i prestiti della Banca d'Inghilterra al mercato; b) il sistema delle « *Currency notes* »; c) i prestiti della Banca al governo.

a) La crisi dell'agosto 1914 venne provocata dall'incapacità dei debitori stranieri a far fronte

(16) J. M. KEYNES, *op. cit.*, p. 230.

(17) Prof. MORGAN, *Studies in British Financial Policy*, p. 230-231.

alle proprie obbligazioni in sterline verso Londra. Tutte le istituzioni finanziarie ne risentirono le conseguenze, compresa la Banca d'Inghilterra la quale, agendo come prestatrice di ultima istanza, dovette aiutare il mercato su larghissima scala. La circolazione media delle cambiali nel 1913-14 è stata valutata attorno a 500 milioni di sterline; nella sua opera di sostegno la Banca scontò cambiali per un importo di 120 milioni di sterline. La voce « Altri Depositi » (ivi inclusi i « *bankers' deposits* » cioè i conti delle banche ordinarie) passò da 42 milioni di sterline nel luglio 1914 a 146 milioni di sterline nell'ottobre. Si aggiunsero, ad accrescere le disponibilità liquide, un afflusso di oro e la spendita da parte del governo di prestiti ottenuti dalla Banca d'Inghilterra. Questo fenomenale incremento delle risorse del mercato e la simultanea diminuzione nell'offerta di cambiali (in conseguenza della riduzione degli affari e delle perturbazioni finanziarie) provocarono una rapida caduta dei tassi di sconto del mercato. Il tasso delle cambiali bancarie a tre mesi raggiunse il punto più basso (1 %) all'inizio del 1915. Il tasso ufficiale del 5 % era così del tutto inoperante.

Il gonfiamento dei « *bankers' deposits* » provocato dai prestiti della Banca al mercato fu solo temporaneo, poiché già nel 1915 furono adottati provvedimenti per ridurli; ma i depositi degli « altri clienti » della Banca restarono eccezionalmente elevati durante tutta la guerra.

b) Le « *Currency Notes* » (sorta di biglietti di Stato) furono introdotte come moneta legale nell'agosto 1914 in previsione di una corsa agli sportelli; erano emesse dal Tesoro tramite la Banca d'Inghilterra; le banche commerciali le ottenevano tirando sui loro conti presso la Banca d'Inghilterra, la quale ne trasferiva i relativi importi dai conti suddetti ad una nuova voce di bilancio denominata « conto per il riscatto delle *currency notes* ». Parte dei fondi di questo conto fu investita in oro; il rimanente, prestato al governo, fu da questo speso e ritornò in definitiva nei « *bankers' deposits* » che risalirono al livello originario. Le « *currency notes* » — scrive il prof. Morgan — furono così un mezzo che permise alle banche di aumentare le proprie disponibilità di moneta legale senza comportare a lunga scadenza alcuna diminuzione di altre attività liquide. Esse ebbero pertanto una parte importantissima nell'espansione generale della Cassa » e del

credito da cui durante la guerra fu sorretto l'aumento dei prezzi e del volume degli affari » (18).

c) Allo stesso modo il governo, spendendo i fondi che prendeva in prestito dalla Banca d'Inghilterra, aumentava le riserve delle banche commerciali. La Banca, fino al dicembre 1916, non concesse al governo inglese anticipazioni a breve termine (*ways and means advances*) su larga scala; ma sia nel 1915 che nel 1916 fece anticipazioni del genere agli Alleati e ai Dominions per conto del governo. Alla fine del dicembre 1916 tali anticipazioni erano a 46 milioni di sterline, l'anno seguente salivano a 157 milioni e alla fine del 1918 a 233 milioni di sterline (19).

Per impedire che questa espansione delle risorse del mercato provocasse una caduta dei tassi, il Tesoro e la Banca agirono più o meno di comune accordo, adottando due metodi: I) Accumulazione di forti Depositi di organi pubblici (« *public deposits* »); II) Controllo del tasso delle Cambiali del Tesoro.

I. *Espansione dei « depositi pubblici »*. — Malgrado l'emissione del primo Debito di guerra alla fine del 1914, le disponibilità del mercato permanevano così abbondanti che il mercato superò la fine dell'anno senza ricorrere alla Banca d'Inghilterra. Nel febbraio 1915 i saggi di mercato erano molto bassi e il cambio del dollaro diminuiva pericolosamente. Per aiutare la Banca a riprendere il controllo del mercato, il governo si indebitò più del fabbisogno corrente mediante Cambiali del Tesoro, *Exchange Bonds* e, nell'estate, col secondo Prestito di guerra. I « depositi pubblici » che prima della guerra si aggiravano sulla media di 10-15 milioni di sterline, nell'estate del 1915 raggiunsero una punta di 180 milioni. Le vendite di titoli da parte del governo e l'immobilizzo dei relativi ricavi nei « depositi pubblici » riuscirono a diminuire le riserve delle banche con la stessa efficacia delle vendite di titoli da parte della Banca ed eliminazione di una parte dei « *bankers' deposits* ». Con tale mezzo la banca poté rendere operante il tasso ufficiale di sconto. Dopo il 1915 vennero adottati altri metodi di controllo ed i « depositi pubblici » gradatamente persero di importanza.

II. *Controllo del tasso delle Cambiali del Tesoro*. — Nell'aprile del 1915 il Tesoro cominciò ad offrire

(18) E. V. MORGAN, *British Financial Policy* 1914-1925, p. 169.

(19) *Ibid.*, p. 173.

Treasury Bills con il sistema detto « *on tap* »: e cioè in quantità illimitata, ma ad un tasso di sconto prefissato (fino ad allora le cambiali erano vendute « *by tender* », cioè all'asta, in quantità limitata) (20). Da allora le Cambiali del Tesoro costituirono la parte preponderante dell'offerta di cambiali al mercato dello sconto. Il prospetto che segue precisa il volume delle *Treasury Bills* in essere alla fine di alcuni anni finanziari (31 marzo):

	(milioni di sterline)
31 marzo 1914	13,0
» » 1916	566,9
» » 1919	957,2
» » 1921	1.120,8
» » 1925	575,6

Fonte: MORGAN, *op. cit.*, p. 107; fonte originaria, *Finance Accounts*.

La circolazione complessiva media delle cambiali commerciali e finanziarie è stata approssimativamente calcolata dal prof. Balogh in 500 milioni di sterline nel 1913-14 e in 600 milioni nel 1925-29 (21).

Sino all'aprile 1921, quando cessarono le emissioni « *on tap* », il tasso di sconto del mercato era virtualmente bloccato dal governo. Il tasso di mercato non poteva andare nè molto al disotto nè molto al di sopra del tasso delle Cambiali del Tesoro emesse « *on tap* », giacchè queste costituivano la parte di gran lunga prevalente dell'offerta complessiva. Questo blocco era evidentemente efficace per sè stesso, senza bisogno di esser rinforzato con ritiri di fondi dal mercato, come avveniva prima del 1914. Come spiegare allora il ritorno della Banca d'Inghilterra nel 1915 ai prestiti dalle « *clearing banks* » e da altri con l'accettazione di « depositi speciali »? Secondo il prof. Morgan i « depositi speciali » non miravano tanto a sostenere i tassi di sconto, quanto ad offrire uno sbocco attraente ai detentori di fondi che non desideravano investirli in « *Treasury Bills* » (22). I « depositi speciali » costituivano proprio quel tipo di investimento — assai liquido e sufficientemente remunerativo — che le banche richiedevano per attirare fondi esteri, offrendo

(20) Si veda, per un'illustrazione delle caratteristiche tecniche del mercato monetario londinese, l'articolo del prof. W. T. C. KING, *Il mercato dello sconto di Londra*, pubblicato nel n. 7 (3° trim. 1949) di questa Rivista, pag. 279 e segg. (N. d. T.).

(21) T. BALOGH, *Financial Organisation*, p. 174.

(22) E. V. MORGAN, *British Financial Policy*, 1914-1925, p. 179.

ad essi tassi elevati e, ciononostante, correndo l'alea di improvvisi ritiri. In effetti, dopo il novembre 1917, sui depositi esteri furono applicati tassi più elevati che non sui depositi interni. I fondi trasferiti ai « depositi speciali » venivano normalmente prestati al governo, spesi e riaccreditati nei « *bankers' deposits* », da dove le banche potevano ritrasferirli ai « depositi speciali ». Ritiene il prof. Morgan che la consistenza dei « depositi speciali » sia rimasta modesta fino al 1918, quando salì improvvisamente, raggiungendo una punta di 439 milioni di sterline all'inizio del 1919.

In quell'anno il sistema fu abolito.

La Banca d'Inghilterra poteva esercitare un certo controllo sui tassi di mercato facendo pressioni sulle banche perchè « sostenessero » i tassi delle anticipazioni; sui « *bill-brokers* » perchè non abbassassero i tassi di sconto; e scontando le cambiali del Tesoro a tassi superiori a quelli di mercato (come fece alla vigilia del lancio del secondo Prestito di guerra nel 1915). Tuttavia, tra il 1916 e il 1921 l'iniziativa per il controllo dei tassi di mercato fu nelle mani del Governo. L'impiego più efficace da parte della Banca di qualcosa di simile alle operazioni di mercato aperto si aveva nella preparazione delle emissioni di Prestiti Pubblici (con prestiti al mercato e al governo) piuttosto che in tentativi di rialzo dei tassi di mercato.

Soltanto dopo le limitazioni imposte all'emissione delle « *currency notes* » nel 1920 e la fine delle vendite « *on tap* » per le cambiali del Tesoro nel luglio 1921, la responsabilità esclusiva per il controllo del sistema monetario tornò alla Banca d'Inghilterra. Le anticipazioni a breve termine (*ways and means advances*) furono ridotte di nuovo a cifre esigue e il volume delle *Treasury Bills* fu dimezzato; questi provvedimenti diminuirono il pericolo che una restrizione del credito da parte della Banca potesse essere ostacolata da difficoltà di finanziare il debito fluttuante.

Alla fine della guerra la posizione della Banca d'Inghilterra era molto più forte che nel 1914, e ciò per due motivi. In primo luogo, per effetto della cooperazione del tempo di guerra si erano stabiliti maggiori contatti ed era subentrata una maggiore fiducia tra la Banca, il governo e le istituzioni operanti nel mercato monetario. In secondo luogo, esisteva ora un titolo, la « *Treasury Bill* », veramente ideale per gli acquisti o le vendite della Banca Centrale sul mercato aperto. Si

trattava di un titolo di sicurezza ineccepibile e di vita relativamente breve il quale, da solo, rappresentava la metà dell'offerta complessiva di cambiali del mercato. La Banca d'Inghilterra era in grado di sostituire i vari espedienti dei prestiti e delle vendite di titoli a lungo termine cui era ricorsa in precedenza per diminuire le riserve delle banche e le risorse del mercato, con la tecnica più semplice, più sicura e più potente delle vendite (o degli acquisti) di Cambiali del Tesoro sul mercato aperto (23).

III. — Le operazioni di mercato aperto dal 1928 al 1931.

Dopo il 1920 e sino ai primi anni dopo il 1930, la Banca d'Inghilterra si servì delle operazioni di mercato aperto e del tasso ufficiale di sconto per perseguire una politica monetaria ortodossa di controllo del volume della moneta. Per illustrare l'uso di queste tecniche «classiche» sarà sufficiente considerare le operazioni della Banca negli anni 1928-32. Quattro erano allora gli scopi principali delle operazioni del mercato aperto:

- 1) Controbilanciare movimenti di afflusso e deflusso di oro (1928-1931);
- 2) Rendere operante il tasso ufficiale di sconto (1931);
- 3) Impedire temporanee perturbazioni del mercato;
- 4) Instaurare condizioni di danaro a buon mercato (1932).

LE OPERAZIONI PER CONTROBILANCIARE I MOVIMENTI DELL'ORO.

Quando nel 1925 l'Inghilterra tornò al regime aureo alla parità prebellica, non si era ancora ripresa economicamente dalla depressione del 1920. Durante il periodo 1921-31 il tasso ufficiale di sconto venne mantenuto a livelli senza precedenti per periodi di depressione, allo scopo di attirare fondi a breve o evitarne il ritiro, e per esercitare una costante azione di freno sul credito interno. Non si può però affermare che la Banca d'Inghilterra si sia servita delle operazioni di mercato aperto per una drastica politica di deflazione.

(23) La Banca negozia anche altri titoli, ma le operazioni più importanti ed estese avvengono in *Treasury Bills*.

Piuttosto cercò di mantenere stabile il volume del credito ad onta dei movimenti dell'oro.

a) *Afflusso di oro, 1927-28.* — Durante i tre anni 1925-27 la riserva aurea della Banca rimase quasi invariata. Nel 1927 le Banche della Riserva Federale degli Stati Uniti accentuarono l'indirizzo di «credito facile» e la Banca d'Inghilterra «guadagnò» oro. La sua riserva aurea passò da 150 milioni di sterline nel dicembre 1927 a 172 milioni nel luglio 1928. La Banca mantenne però virtualmente invariato il totale dell'attivo riducendo i titoli governativi e di altro tipo.

b) *Deflusso di oro, 1928-29.* — L'incremento di oro fu solo temporaneo. Nel 1928 le Banche della Riserva degli Stati Uniti cominciarono a limitare il credito, aumentando i tassi di sconto ed effettuando grosse vendite di titoli sul mercato aperto. La Banca di Francia che nel 1927-28 aveva accumulato valuta estera per 260 milioni di sterline, ai primi del 1929 ne convertì 50 milioni in oro ed in seguito acquistò oro invece di valuta. Nel settembre 1928 la Banca d'Inghilterra vide il proprio oro dirigersi verso Stati Uniti, Francia e Germania. Nel febbraio 1929 il tasso ufficiale venne portato al 5 1/2 %; il provvedimento riuscì momentaneamente ad invertire la tendenza; ma ben presto il deflusso riprese, sotto la spinta del boom di Wall Street che si avvicinava all'acme. La riserva aurea della Banca passò da 161 milioni di sterline nel maggio 1929 a 132 milioni nell'ottobre. La Banca cercò di annullare l'effetto deprimente di questo deflusso aumentando il portafoglio dei titoli governativi, soprattutto di *Treasury Bills* (v. *Tabella I*). Nello stesso tempo le Banche della Riserva degli Stati Uniti ricorrevano ad operazioni «compensatrici» nella direzione opposta per annullare gli effetti espansionistici dell'afflusso di oro.

c) *Afflusso di oro, 1930.* — Nel 1930 la depressione si diffuse ovunque ed il mercato monetario mondiale passò da una situazione di tensione ad una situazione di facilità. Di nuovo la Banca d'Inghilterra guadagnò oro e di nuovo ne controbilanciò gli effetti espansionistici vendendo titoli «in modo da mantenere la base del credito, misurata dai *bankers' deposits*» a un livello costante» (24). Malgrado le ampie fluttuazioni della riserva aurea della Banca tra il 1928 e il 1930, le

(24) «The Economist», 10 maggio 1931, Supplemento Bancario.

TABELLA I

BANCA D'INGHILTERRA - ATTIVITÀ E PASSIVITÀ. (a)

(milioni di sterline)

	Maggio 1929	Ottobre 1929	Ottobre 1930	Variazioni Maggio-Ottobre 1929	Variazioni dall'Ottobre 1929 all'Ottobre 1930
Oro	161,5	132,1	159,1	- 29,4	+ 27,0
Titoli governativi	287,4	318,7	286,0	+ 31,3	- 32,7
Altri titoli	26,4	29,2	34,2	+ 2,8	+ 5,2
Anticipazioni e sconti	9,1	6,4	6,2	- 2,7	- 0,2
Biglietti in circolazione	361,9	360,7	357,2	- 1,2	- 3,5
Depositi pubblici	13,7	11,5	19,2	- 2,2	+ 7,7
Altri depositi	36,1	38,7	34,8	+ 2,6	- 3,9
Depositi delle banche	59,8	63,3	61,0	+ 3,5	- 2,3

(a) Medie mensili delle cifre del mercoledì. Cifre complessive per entrambi i Dipartimenti.
Fonte: «Bank of England Statistical Summary»

riserve e i depositi delle banche rimasero virtualmente invariati. La Tabella I precisa i principali movimenti nelle attività e nelle passività della Banca d'Inghilterra per il 1929-30.

LE OPERAZIONI NEL 1931.

Nel 1931 la Banca d'Inghilterra si servì delle operazioni di mercato aperto, dapprima per rendere operante il tasso ufficiale di sconto ed in seguito per evitare perturbazioni al mercato.

Nell'autunno 1930 il mercato monetario era caratterizzato da una situazione di facilità ed i tassi d'interesse si erano abbassati. In Inghilterra il tasso ufficiale era del 3 % e il tasso di mercato per la carta a tre mesi un po' più del 2 %. La domanda di prestiti bancari era diminuita e le banche erano costrette a cercare uno sbocco ai fondi eccedenti nello sconto di cambiali. Ma anche l'offerta di cambiali si era ridotta; la sterlina era debole nei confronti del franco e del dollaro e il deflusso di oro verso la Francia continuava.

Nel gennaio del 1931 la Banca d'Inghilterra intervenne allo scopo di portare il tasso della carta a tre mesi sostanzialmente al disopra del livello di 2 3/16 % e creare così un margine adeguato fra i tassi correnti a Londra e quelli in vigore a Parigi e New York. All'uopo la Banca incominciò a vendere regolarmente sul mercato *Treasury Bills* a 2 7/16 %, ad un tasso cioè notevolmente più elevato di quello di mercato. Essa vendette anche titoli governativi a lunga scadenza. Le banche commerciali appoggiarono questa politica restrittiva astenendosi dal comprare cambiali (v. *Tabella II, col. II*).

L'efficacia di queste vendite sul mercato aperto venne limitata dalla scarsa quantità di cambiali disponibili. Le cambiali commerciali scarseggiavano già da tempo, mentre, in coincidenza con il periodo di incasso delle entrate tributarie, anche il volume delle cambiali del Tesoro in circolazione si veniva regolarmente riducendo. Comunque, l'intervento ebbe successo. Il tasso di sconto del 2 7/16 % si affermò immediatamente e fu ritenuto attraente dalle case finanziarie di Parigi e New York. Furono effettuati acquisti per conto delle due piazze, e specialmente New York comprò *Treasury Bills* in discreta quantità. Seguì un miglioramento del cambio con il dollaro e con il franco.

Durante i mesi di febbraio e marzo vi furono frequenti periodi di tensione sul mercato monetario. La Banca continuò a diminuire il proprio portafoglio titoli, in parte vendendo cambiali ed in parte lasciando scadere la cambiali senza rinnovarle (v. *Tabella II, col. III*). Altre cause di tensione erano rappresentate da forti pagamenti, dal piccolo aumento dei biglietti in circolazione e, occasionalmente, dal bisogno del mercato di effettuare versamenti per cambiali nuove prima di essersi rimborsato degli importi delle vecchie.

La tensione giunse spesso ad un punto tale che il mercato sarebbe stato costretto a ricorrere alla Banca d'Inghilterra se questa, rovesciando la sua politica, non avesse effettuato «acquisti di alleggerimento». Un indebitamento «ufficiale» del mercato verso la Banca non solo sarebbe avvenuto ad un tasso «penalizzatore» (il tasso elevato in vigore per le anticipazioni); ma liberando fondi per

un'intera settimana, avrebbe provocato — una volta superato il momentaneo intervallo di tensione — una situazione di « artificiale » facilità monetaria. Certo, comprando cambiali, la Banca immetteva fondi sul mercato, ma assumendole solo a tassi piuttosto elevati, essa poteva pur sempre esercitare una certa pressione sui tassi di mercato; ad esempio, alla fine di febbraio essa acquistò cambiali ad un mese a 2 5/8% — cioè ad un tasso superiore ai tassi correnti. I temporanei aumenti del portafoglio titoli governativi provocati da queste compere di alleggerimento si manifestano raramente nelle situazioni contabili della Banca, probabilmente perchè compensati da scadenze o vendite di cambiali o altri titoli durante la settimana precedente o da movimenti nelle « *Ways and means advances* » al Governo.

All'inizio di aprile, i forti esborsi effettuati dalle banche per l'acquisto di *Treasury Bills*, un'operazione valutaria di notevoli proporzioni e l'accresciuta domanda di biglietti in occasione della Pasqua, resero le condizioni del mercato estremamente difficili. Il mercato ricorse per 20 milioni di sterline alla Banca d'Inghilterra. Il debito venne rimborsato entro una settimana, ma la situazione rimase tesa per quasi tutto il mese di aprile, quando il Tesoro aumentò la consistenza dei « depositi pubblici » in vista del pagamento dei dividendi del 1° maggio. Tra il 15 ed il 29 aprile i « depositi pubblici » passarono da 8,4 milioni a 17,7 milioni di sterline mentre i « *bankers' deposits* » diminuirono da 61,2 milioni al livello estremamente basso di 48,9 milioni di sterline. Effettuato il pagamento dei dividendi, entrambi i conti ritornarono ai

TABELLA II

BANCA D'INGHILTERRA E MERCATO MONETARIO: SITUAZIONE E SVILUPPI
DAL DICEMBRE 1930 AL SETTEMBRE 1931.

	Situazione a Dicembre 1930	Variazioni					Situazione a Giugno 1931	Variazioni Luglio 1931 Settembre 1931
		Dicembre 1930 Febbraio 1931	Febbraio 1931 Aprile 1931	Dicembre 1930 Aprile 1931	Aprile 1931 Giugno 1931	Dicembre 1930 Giugno 1931		
	1	2	3	4	5	6	7	8
A) milioni di sterline								
<i>Banca d'Inghilterra (a)</i>								
Oro	150,5	- 10,0	+ 5,1	- 4,9	+ 12,1	+ 7,2	157,7	- 19,6
Titoli governativi	304,1	+ 22,9	- 5,0	- 28,9	+ 1,9	- 27,0	277,1	304,1
Altri titoli	34,3	+ 2,9	+ 2,4	+ 5,3	+ 0,4	+ 5,7	40,0	+ 0,9
Sconti e Anticipazioni	15,6	- 7,1	+ 2,9	- 4,2	- 3,2	- 7,4	8,2	- 2,7
Biglietti in circolazione	368,8	- 21,7	+ 6,6	- 15,1	+ 0,2	- 14,9	353,9	- 4,1
Depositi pubblici	7,4	+ 6,3	- 1,5	+ 4,8	+ 0,7	+ 6,7	14,1	+ 6,0
Depositi delle banche	81,4	- 21,3	- 3,5	- 24,8	+ 12,1	- 12,7	68,7	- 9,1
Altri depositi								+ 17,5
<i>« Clearing Banks » londinesi (b)</i>								
Cassa e disponibilità presso la Banca di Inghilterra	207,5	- 17,5	- 12,5	- 30,0	+ 8,9	- 20,1	187,4	- 10,1
Prestiti a breve e alla giornata	144,0	- 28,1	+ 1,1	- 27,0	+ 16,2	- 10,8	133,2	- 23,6
Cambiali scontate	321,5	- 20,3	- 90,2	- 110,5	+ 44,7	- 55,8	265,7	- 44,2
Investimenti in titoli	284,7	+ 24,7	- 0,9	+ 23,8	- 20,1	+ 3,7	288,4	+ 4,5
Anticipazioni alla clientela	928,7	- 3,8	+ 15,4	+ 11,6	- 17,3	- 5,7	923,0	- 2,2
Depositi	1.875,8	- 56,2	- 89,3	- 140,1	+ 46,2	- 93,9	1.781,9	- 75,9
B) percentuali								
Rapporto di cassa delle clearing banks	11,12	10,4	10,3	10,5	10,1	—	—	—
Tasso ufficiale di sconto	3	3	3	2 1/2	4 1/2; 6	—	—	—
Tasso sulle cambiali di banca a 3 mesi.	2,31	2,56	2,59	2,09	4,75	—	—	—

(a) Medie delle cifre del mercoledì, dei due Dipartimenti. — (b) Rendiconto mensile delle medie dei bilanci settimanali.
Fonti: « Bank of England Statistical Summary », gennaio 1932.

livelli precedenti. La Banca d'Inghilterra non alterò la struttura del proprio attivo per contro-bilanciare gli effetti di questo immobilizzo di fondi nei « depositi pubblici ».

In precedenza il mercato si era accordato con la Banca per mantenere un tasso minimo di sconto sulla carta a 3 mesi a 2 9/16 %. In maggio, dopo che la Banca della Riserva Federale di New York ebbe abbassato il tasso di risconto, il mercato di Londra fu liberato dal controllo, i tassi correnti del mercato scesero quasi al 2 % e il tasso ufficiale venne ridotto al 2 1/2 %.

Nei due mesi che seguirono, sino a metà luglio, nel mercato monetario regnò una calma relativa. La Tabella II indica le variazioni nella composizione dell'attivo e del passivo della Banca d'Inghilterra e delle « *clearing banks* » londinesi. Le cifre della col. IV mostrano le variazioni tra il dicembre 1930 e l'aprile 1931, dovute alla politica restrittiva di mercato aperto adottata dalla Banca d'Inghilterra. La contrazione delle riserve di cassa delle « *clearing banks* » (conseguente alla diminuzione d'oro e di titoli della Banca d'Inghilterra per 33 milioni di sterline, e all'aumento dei « depositi pubblici » per 5 milioni), fu solo parzialmente compensata dal rientro dei biglietti che a Natale si trovavano in mano del pubblico. Le banche reagirono alla riduzione delle proprie riserve in parte abbassando il rapporto di cassa ed in parte riducendo le poste liquide. I prestiti al mercato monetario e le cambiali scontate diminuirono di 137 milioni di sterline. In tal modo, l'effetto immediato delle vendite della Banca d'Inghilterra sul mercato aperto fu una notevole riduzione delle risorse a disposizione del mercato monetario.

Tra l'aprile e il giugno la Banca d'Inghilterra effettuò acquisti di oro senza compiere operazioni « compensatrici ». Le banche videro aumentare le proprie riserve di cassa di 9 milioni di sterline e poterono ripristinare la vecchia proporzione tra poste attive liquide e totale dell'attivo espandendo le attività totali e diminuendo gli investimenti in titoli e le anticipazioni alla clientela (Tab. II, col. V).

Lo sviluppo della crisi in Germania non influì molto sul mercato londinese fino a luglio, quando le banche straniere ed altri operatori cominciarono a ritirare fondi. Tra il 15 e il 29 luglio la Banca d'Inghilterra perdette oro per 32 milioni di sterline. Il tasso ufficiale fu portato al 3 1/2 % il 23 luglio e al 4 1/2 % il 30. Per alleggerire la pressione provocata dal ritiro di fondi stranieri (che spinse i

tassi di mercato al livello del tasso ufficiale) la Banca d'Inghilterra, tra luglio e settembre, effettuò larghi acquisti di cambiali. Sebbene la fuga di oro dalla Banca fosse stata arrestata entro la metà di agosto, le condizioni del mercato rimanevano tese a causa del continuo deflusso di fondi stranieri, delle riscossioni tributarie di agosto, e di altri fattori (tra i quali l'aumento di 14 milioni di sterline negli « *other deposits* », provocato forse dalle vendite di cambiali contro contanti da parte della Banca di Francia). Il 19 settembre « *The Economist* » scriveva: « I tassi di sconto sono stati portati ad un livello più confacente non da operazioni di mercato aperto, ma dalla recente tensione monetaria e dal prevalere delle emissioni sulle scadenze delle *Treasury Bills* ». Le operazioni della Banca tra il 15 luglio e il 16 settembre lasciarono quasi immutato il valore delle sue attività in oro e titoli.

Il 21 settembre 1931 la Banca d'Inghilterra venne sciolta dall'obbligo di vendere oro ad un prezzo fisso. Dalla metà di luglio il mercato di Londra aveva perduto oro per più di 200 milioni di sterline. La perdita era stata fronteggiata in parte attingendo alla riserva aurea e di valute estere della Banca ed in parte esaurendo i crediti di 130 milioni di sterline ottenuti dagli Stati Uniti e dalla Francia.

IV. — Le operazioni di mercato aperto dal 1932 al 1951.

L'abbandono del « Gold Standard » fu seguito da un graduale ripudio dell'« ortodossia » nella politica monetaria. Sino al settembre 1931 la politica monetaria mirava alla salvaguardia delle riserve auree, sostenendo i tassi del mercato e limitando l'espansione del credito. Dopo il 1931, le autorità, liberate dall'obbligo della convertibilità in oro, poterono orientare la propria politica verso la soluzione dei problemi interni. Allo scopo di stimolare la ripresa interna e di ridurre il costo dell'indebitamento del Tesoro, esse diminuirono i tassi d'interesse e permisero l'espansione del credito.

MONETA A BUON MERCATO: 1932-1951.

Il tasso ufficiale, rimasto al 6 % per cinque mesi dopo la crisi della primavera 1932, venne rapidamente diminuito al 2 %. Nello stesso tempo la

Banca d'Inghilterra effettuò grandi acquisti di oro, di divise estere e di titoli. Le riserve di cassa delle « clearing banks » aumentarono di 35 milioni di sterline nei 12 mesi dal febbraio 1932 al febbraio 1933 e i loro depositi aumentarono di circa 300 milioni (Tabella III).

Questa espansione del credito — che accentuò la tendenza « naturale » del tasso d'interesse a diminuire — assieme alla temporanea proibizione di nuove emissioni, permise alle autorità, nell'estate del 1932, di convertire 2.000 milioni di sterline del debito di guerra 5 % al 3 1/2 %. Ma in seguito nessun altro tentativo fu fatto per accelerare il declino dei tassi d'interesse provocato dalla depressione né per contrastare il loro aumento dopo il 1936. Le riserve di cassa e i depositi delle « clearing banks » nei cinque anni dopo la primavera del 1933 aumentarono meno che nei precedenti dodici mesi, e il loro sviluppo fu molto disuguale. Le cifre mensili mostrano fluttuazioni abbastanza violente nella « cassa » delle banche, accompagnate da fluttuazioni non nel livello dei depositi ma nel rapporto di cassa. Ad esempio, durante il 1934 i depositi diminuirono malgrado un leggero incremento della cassa. La lentezza e l'incostanza nell'espansione delle riserve di cassa e dei depositi dopo la primavera del 1933 fu la conseguenza di due fattori: a) la sterilizzazione di quasi tutto l'oro acquistato (ottenuta accreditandolo al Fondo Stabilizzazione Cambi); b) le fluttuazioni e la frequente insufficienza di attività liquide.

Come è noto, il Fondo Stabilizzazione Cambi fu costituito nel giugno 1932 come sotto-sezione del Tesoro, allo scopo di controllare il valore esterno della sterlina mediante operazioni nel mercato dei cambi esteri. Il capitale iniziale, di 167 milioni di sterline, era in gran parte costituito da Treasury Bills, ma successivamente la quota di Treasury Bills aumentò ancora quando i larghi acquisti di oro impoverirono le riserve di sterline del Fondo.

Le operazioni del Fondo per finanziare i propri acquisti di oro e per investire le sterline ricavate dalle vendite hanno effetti analoghi alle operazioni di mercato aperto della Banca d'Inghilterra rivolte ad annullare le conseguenze dei movimenti dell'oro. Schematicamente la procedura è la seguente: se il Fondo acquista oro o valute, il pagamento richiede il trasferimento di « cassa » dai « depositi pubblici » ai « bankers' deposits » presso la Banca d'Inghilterra. Il Fondo finanzia l'acquisto riducendo il portafoglio di Treasury Bills, vendendole

sul mercato aperto, o non comprandole alle consuete emissioni effettuate dal governo col metodo « on tap ». La Banca d'Inghilterra e i suoi clienti si trovano così a dover assorbire una maggior quantità di cambiali ed il loro pagamento richiede un uguale ed opposto trasferimento di cassa dai « bankers' deposits » ai « depositi pubblici ». Nel caso più semplice l'importatore di oro lo vende al Fondo e con il ricavato compera le Treasury Bills messe in circolazione dal Fondo stesso. Quando il Fondo vende oro la procedura è rovesciata; il Fondo acquista più cambiali e pertanto il mercato ne deve acquistare di meno. In tal modo si impedisce agli incrementi o ai decrementi di oro di provocare espansioni o contrazioni sulle riserve di cassa delle banche.

In pratica gli acquisti e le vendite di Treasury Bills da parte del Fondo non sempre hanno coinciso sia nel tempo che nell'importo, con gli acquisti e le vendite di oro e perciò le riserve di cassa delle banche hanno subito perturbazioni (25). Nel decennio 1930-40 il più importante fattore di perturbazione, in parte conseguenza delle operazioni del Fondo, va individuato nell'offerta di attività liquide alle banche ed al mercato monetario. Tra il marzo 1932 ed il marzo 1938 le autorità acquistarono oro per oltre 600 milioni di sterline (a prezzo di costo). Parte di esso fu venduto dal Fondo alla Banca d'Inghilterra, che ne finanziò l'acquisto con una diminuzione di 35 milioni di sterline nella voce « altri titoli » e con un'espansione del credito che fu assorbito da un aumento di biglietti in circolazione per 172 milioni di sterline. Il finanziamento dei rimanenti 400 milioni avrebbe provocato un eguale aumento di Treasury Bills in circolazione se il Tesoro non avesse compiuto una serie di operazioni per consolidare il debito fluttuante. Infatti, l'incremento netto di Treasury Bills risultò di circa £. 80 milioni solamente, e l'acquisto dei rimanenti £. 320 milioni fu finanziato con prestiti a lungo termine (26). Questo metodo « conservatore » di finanziare gli acquisti provocava una rarefazione di cambiali per le banche e per il mercato monetario. « Carestie » di cambiali si

(25) La questione è, naturalmente, molto più complessa. Un'esposizione particolareggiata delle operazioni del Fondo è data negli articoli di F. W. PAISH (« Economica » 1935, e *The Post-War Financial Problems*) e di Y. M. ALLEN (« Economic Journal », 1936, *The Volume of Bank Deposits*, p. 279).

(26) F. W. PAISH, *Post-War Financial Problems and Other Essays*, p. 216.

TABELLA III

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DELLA BANCA D'INGHILTERRA E DELLE « CLEARING BANKS » LONDINESI: 1931-1938.

	1931 Settembre	1932 Febbraio	1932 Luglio	1932 Dicembre	1933 Febbraio	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1936 (c)	1937 (c)	1938 (c)
A) milioni di sterline														
Banca d'Inghilterra (a)														
Oro	135	121	137	130	132	140	130	177	191	194	228	—	321	326
Titoli	354	345	363	380	378	325	361	354	349	357	362	—	322	327
Biglietti in circolazione	354	346	367	370	356	355	359	371	379	395	431	—	480	486
Depositi delle banche	60	71	85	98	93	65	81	100	100	97	96	—	97	106
« Clearing banks » londinesi (b) (c)														
Cassa	174	173	191	207	208	182	187	212	212	215	221	228	235	241
Sconti	237	207	374	408	386	256	308	354	230	266	313	320	281	280
Anticipazioni	911	902	836	773	766	919	844	759	753	769	839	865	954	976
Depositi	1.712	1.659	1.804	1.983	1.957	1.760	1.791	1.953	1.880	1.999	2.142	2.216	2.287	2.277
Rapporto della cassa ai depositi (%)	10,1	10,4	10,6	10,4	10,6	10,4	10,4	10,8	11,3	10,8	10,3	10,3	10,3	10,3
B) Percentuali														
Tassi d'interesse:														
Tasso sulle cambiali bancarie a 3 mesi	4,7	4,7	0,9	1,1	0,8	3,6	1,9	0,7	0,8	0,6	0,6	—	0,6	0,6
Rendimento del Consolidato 2 1/2 %	4,5	4,5	3,5	3,4	3,4	—	3,7	3,4	3,1	2,9	2,9	—	3,3	3,7

(a) Media delle cifre del mercoledì, dei due dipartimenti presi insieme. — (b) Medie annuali o mensili dei saldi settimanali. — (c) Le cifre per gli anni 1931-1933 comprendono 10 banche. Le cifre per gli anni 1937-1938 comprendono 11 banche. Nel 1936 le cifre sono date sia per 10 che per 11 banche.

ebbero anche sul finire del 1934 e nella primavera del 1939, quando le vendite di oro e gli acquisti di Treasury Bills da parte del Fondo, l'aumento delle cambiali possedute da altri organi del mercato, l'eccedenza delle entrate sulle spese del Tesoro, ridussero a livelli molto bassi il volume delle « cambiali offerte ». In queste occasioni le banche aumentarono i rapporti di cassa per compensare il declino del rapporto tra attività liquide e depositi. Tra il 1932 e il 1939 i depositi delle « clearing banks » variarono di conserva con gli « sconti » anziché con la « cassa ». Talvolta, il livello delle riserve di cassa avrebbe permesso una maggiore espansione dei depositi, che fu peraltro impedita dalla deficienza di attività liquide diverse dalla cassa.

Nel decennio 1930-40 il consolidamento del debito fluttuante agì da freno all'espansione del credito. Nel novembre 1951 questo strumento fu impiegato per appoggiare una politica di « moneta cara » e di restrizioni creditizie.

La politica di mercato aperto si proponeva di mantenere bassi i saggi d'interesse e di « attutire » le perturbazioni del mercato, ma sino al 1940 si lasciò un certo margine alle fluttuazioni dei tassi; lo « special buyer » della Banca d'Inghilterra effettuava gli acquisti soltanto su iniziativa della Banca. All'inizio della guerra le autorità decisero, com'è noto, di stabilizzare a bassi livelli i saggi della moneta a breve. Per lo « special buyer » divenne pratica corrente l'acquisto di Treasury Bills a richiesta del mercato. Non solo, ma queste compere erano costantemente fatte a tassi stabilizzati, al tasso cioè al quale il mercato rivendeva le cambiali alle banche (1 % durante la guerra e 1/2 % dopo l'ottobre 1945). Il mercato non aveva più bisogno di ricorrere ufficialmente alla Banca neanche nelle scadenze semestrali, e il tasso ufficiale diventò del tutto inoperante.

Il governo si procurava i fondi occorrenti per la guerra in parte ricorrendo alla tassazione ed ai prestiti tra i risparmiatori privati, e per il resto indebitandosi con le banche mediante cambiali del Tesoro, « Treasury Deposit Receipts » e titoli a lungo termine. Le banche erano in grado di creare i depositi necessari e di comprare questi titoli perché potevano ottenere automaticamente « cassa » dalla « porta di servizio sempre aperta » della Banca d'Inghilterra. Se il governo chiedeva altri prestiti, le banche chiedevano fondi al mercato il quale ricorreva all'aiuto della Banca. La Banca allora acquistava Treasury Bills dal mercato

(aiuto « diretto ») o dalle banche (aiuto « indiretto ») al tasso fissato e forniva in tal modo la base di cassa indispensabile. Per le banche ricorrere direttamente alla Banca d'Inghilterra costituisce una rottura della tradizione. La Banca d'Inghilterra preferisce acquistare cambiali prossime alla scadenza, già acquistate dalle banche sul mercato. Comprando cambiali prossime alla scadenza la Banca offre « cassa » solo per breve tempo impedendo così che il mercato si sottragga al suo controllo.

L'unico tasso fissato dalla Banca d'Inghilterra fu il tasso delle Treasury Bills. Raramente la Banca d'Inghilterra è intervenuta nel mercato dei titoli a lungo termine, e solo allo scopo di sostenerlo e non per determinare variazioni dei saggi d'interesse. Nella campagna per la moneta a buon mercato del 1946-47 il governo si servì delle fortissime riserve degli Enti Pubblici: Casse di Risparmio Postali, Fondi di Assicurazione, ecc. (27). Gran parte del portafoglio di Treasury Bills di questi Enti venne riversata sulle banche e col ricavato si acquistarono titoli a media e a lunga scadenza, determinando un rialzo delle quotazioni ed una caduta dei tassi. La Banca d'Inghilterra affiancò questa politica fornendo alle Banche (in cambio di Treasury Bills) la « cassa » necessaria per metterle in grado di assorbire ulteriori quantità di Treasury Bills e titoli a lungo termine. In effetti, dapprima le autorità permisero alle banche di creare nuovi depositi provvedendole delle necessarie riserve di cassa, poi si fecero prestare questi nuovi depositi e con essi acquistarono titoli a lungo termine. Nel corso della campagna per ribassare il tasso a lungo termine e mantenerlo sul 2 1/2 %, si crearono 900 milioni di sterline di nuovi depositi bancari. Ma, dato lo stato d'animo del mercato, la difesa della linea 2 1/2 % avrebbe richiesto un'ulteriore enorme espansione di depositi. Le autorità pertanto nella primavera del 1947 abbandonarono il tentativo di « *ultra-cheap-money* ».

Le operazioni di mercato aperto per fissare il tasso delle Treasury Bills e per ridurre il tasso a lungo termine, fecero perdere alle autorità monetarie il controllo sul volume delle riserve di cassa e sui depositi delle banche. Il volume dei depositi veniva determinato non dall'offerta di cassa e di

(27) Si veda in proposito l'articolo del prof. D. ROWAN, *L'esperimento Dalton di « ultra-cheap-money »* 1945-47, in questa Rivista, n. 13, 1° trimestre 1951, pag. 18 e segg. (N. d. T.).

altre attività liquide, ma dalla crescente domanda di servizi bancari da parte del governo e del pubblico. Le banche erano in grado di adeguare le proprie riserve di cassa alla accresciuta massa di depositi. Le autorità potevano ridurre la domanda privata di credito bancario mediante controlli fisici e restrizioni qualitative, ma non potevano imporre restrizioni creditizie generali quantitative senza rendere contemporaneamente più difficili e costosi i prestiti del governo, vale a dire senza permettere un aumento dei tassi d'interesse.

V — Le operazioni di mercato aperto nel 1951-52.

Nel novembre 1951 le autorità tolsero al mercato la possibilità (di cui aveva usufruito sin dall'inizio della guerra) di ottenere automaticamente fondi mediante la vendita di Treasury Bills allo « special buyer » ai tassi correnti sul mercato (28). Da allora lo « special buyer » ha funzionato su iniziativa della Banca e non del mercato. Esso ha comprato, a tassi variabili, solo quantità limitate e spesso insufficienti ad evitare al mercato il ricorso ufficiale al prestito della Banca a 1/2 % meno del tasso ufficiale.

Era stato così posto termine all'« automatica » espansione del credito. Nello stesso tempo le operazioni di consolidamento di una quota del debito fluttuante eliminarono gran parte delle attività liquide « eccedenti » presso le banche, portando il rapporto « attività liquide-depositi » abbastanza vicino al minimo convenzionale del 30 %, e rendendo così le banche sensibili alle pressioni esercitate sulle loro riserve di cassa. Le autorità, ristabilendo il controllo sull'offerta di mezzi liquidi, hanno imposto un limite preciso alla creazione di credito.

Dal novembre 1951, la Banca d'Inghilterra, pur mantenendosi fedele all'obiettivo strategico della restrizione del credito, ha effettuato operazioni di mercato aperto per « attutire » temporanee fluttuazioni nell'offerta di fondi di mercato, così come faceva prima del 1932. Nelle operazioni giornaliere, la Banca allevia condizioni di tensione

(28) Si veda l'articolo del prof. R. S. SAYERS, *Gli sviluppi della politica monetaria inglese nel 1951*, in questa Rivista, n. 17, 1° trimestre 1952, pag. 5 e segg. (N. d. T.).

acquistando cambiali in quantità limitata o rastrella i fondi eccedenti, vendendole.

La Banca non si è servita delle operazioni di mercato aperto per ridurre drasticamente la cassa delle banche. In gennaio e febbraio 1952 vi fu una rapida diminuzione dei depositi bancari a seguito dei rimborsi stagionali del debito governativo e di una più severa politica creditizia voluta dalle banche stesse. Contemporaneamente vi fu un declino nelle attività della Banca d'Inghilterra, dovuto ad un'eccedenza di vendite o di scadenze rispetto agli acquisti di Cambiali; declino che riuscì a compensare il rientro di biglietti dalla circolazione e a ridurre le riserve di cassa delle banche da 521 milioni di sterline in gennaio a 492 milioni in febbraio.

Tra marzo e luglio l'aumento dei depositi — che è stato accompagnato da un piccolo aumento della cassa (3 milioni di sterline) — è stato inoltre minore dell'aumento degli investimenti bancari in Treasury Bills. La Banca d'Inghilterra ha mantenuto il volume delle riserve di cassa delle banche abbastanza stabile, intorno alla cifra di 500 milioni di sterline (Tabella IV).

VI. — Sommario e conclusioni.

Le autorità monetarie hanno ora i mezzi per controllare il mercato dei titoli a breve e lunga scadenza e il volume dei depositi bancari molto più efficacemente che nel 1914. In sostanza, il rafforzamento del controllo è, in gran parte, il risultato dell'accresciuta importanza delle operazioni finanziarie del Governo.

Lo sviluppo da parte della Banca d'Inghilterra di una tecnica soddisfacente per le operazioni di mercato aperto è stato reso possibile dall'aumento del volume delle Treasury Bills, che costituiscono oggi la grande maggioranza delle cambiali a disposizione del mercato di sconto, delle banche e dei dipartimenti governativi. Certo, la Banca non si limita ad operare in Treasury Bills; ma senza questa categoria di titoli non sarebbero possibili operazioni di mercato aperto su scala così vasta e con effetti così notevoli (ad esempio, non sarebbero possibili le « operazioni di alleggerimento »).

Dal 1918 la Banca d'Inghilterra ha largamente fatto uso delle operazioni di mercato aperto per provocare o impedire variazioni nelle riserve di

TABELLA IV

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DELLA BANCA D'INGHILTERRA E DELLE « CLEARING BANKS » LONDINESI:
1940-1952.

(milioni di sterline)

	Aprile 1940	Ottobre 1940	Ottobre 1951	Variazioni Ottobre 1940 Ottobre 1951	Giugno 1951	Febbraio 1952	Giugno 1952	Variazioni Giugno 1951 Giugno 1952
<i>Banca d'Inghilterra (a)</i>								
Biglietti in circolazione	575	598	1,350	+ 752	1,343	1,361	1,430	+ 87
Depositi pubblici	27	20	16	— 4	17	13	12	— 5
Altri depositi	47	52	94	+ 42	85	84	70	— 15
Depositi delle Banche	110	108	302	+ 192	297	286	278	— 19
Titoli del Governo	745	766	1,736	+ 970	1,724	1,718	1,778	+ 54
Altri titoli	26	25	26	0	26	33	20	— 6
Sconti e anticipazioni	4	4	17	+ 13	9	14	17	+ 8
<i>« Clearing Banks » londinesi (b)</i>								
Cassa e disponibilità presso la Banca di Inghilterra	268	270	514	+ 244	501	492	504	+ 3
Prestiti a vista o a breve	148	137	579	+ 442	594	526	537	— 56
Cambiali scontate	369	373	1,330	+ 957	1,172	856	1,065	— 107
Riccvute di dep. del Tesoro	73	180	177	— 3	290	15	—	— 290
Investimenti in titoli	666	723	1,555	+ 832	1,550	1,944	1,917	+ 367
Anticipazioni	955	934	1,897	+ 963	1,882	1,933	1,860	— 22
Depositi	2,506	2,661	6,204	+ 3,543	6,167	5,887	6,064	— 103
Rapporto di cassa (%)	10,7	10,1	8,3	—	8,1	8,4	8,3	—

(a) Medie delle cifre del mercoledì, per i due dipartimenti complessivamente. — (b) Saldi di un giorno scelto verso la fine d'ogni mese. (Per giugno e dicembre, l'ultimo giorno).

Fonte: « Bank of England Statistical Summary ».

della Banca d'Inghilterra e nella distribuzione delle sue poste passive. Le operazioni di mercato aperto possono essere impiegate per rafforzare o controbilanciare gli effetti di tali variazioni, di modo che l'effetto complessivo di tutte le transazioni si accordi con la politica creditizia generale.

Riassumendo, le operazioni di mercato aperto sono state usate principalmente per i seguenti scopi:

1) per rendere operante il tasso ufficiale di sconto o per predisporre una sua variazione (ad es. nella primavera 1931);

2) per controbilanciare l'afflusso o il deflusso di oro (ad es. nel 1928-30);

3) per instaurare e mantenere una situazione di moneta a buon mercato o per facilitare l'emissione di prestiti governativi (1932-51);

4) per evitare le perturbazioni del mercato monetario conseguenti al movimento dei fondi governativi, ai movimenti stagionali delle banconote, ecc.

Può affermarsi che sin dal 1932 le operazioni di mercato aperto hanno sostituito le variazioni del tasso ufficiale come strumento principale di politica monetaria. Il tasso ufficiale non è stato usato per quasi venti anni, ma esso rimane il complemento essenziale delle operazioni di mercato aperto ogni qualvolta si imponga un certo grado di restrizione creditizia, dato che costituisce lo strumento di manovra per rendere non conveniente il ricorso del mercato alla Banca d'Inghilterra.

Nel mercato dei titoli a lungo termine, dove la Banca interviene raramente, le autorità dispongono di un potente strumento per operazioni di mercato aperto nel grandissimo volume dei fondi extra-bilancio, gestiti dai dipartimenti governativi e investiti in titoli pubblici. Le autorità si sono servite di queste risorse per sostenere i prezzi dei titoli governativi nella campagna per l'*ultra cheap-money* del 1946-47 e, in maniera meno spettacolare, nella preparazione per il lancio di nuovi prestiti pubblici. La tecnica consiste nello spostare

cassa delle banche e nelle risorse del mercato di sconto. L'ampiezza e la direzione di queste operazioni dipendono dalle variazioni che, per altri motivi, si verificano nel volume delle poste attive parte degli investimenti dai titoli a breve ai titoli a lungo. Naturalmente, anche queste operazioni richiedono l'appoggio della Banca d'Inghilterra che (essendo l'unica fonte della « cassa ») deve fornire un volume di disponibilità liquide sufficiente per mettere in grado le banche e i loro clienti di comprare i titoli a breve venduti dai « Public Departments ». In conclusione, la possibilità per la Banca d'Inghilterra di regolare l'offerta della « cassa » è fondamentale tanto per il controllo del mercato a lungo termine quanto per il controllo di quello a breve.

Come più volte accennato, affinché il controllo sul volume dei depositi bancari (effettuato tramite quello sulle riserve di cassa delle banche) sia efficace e sicuro, è essenziale che le banche mantengano un rapporto fisso tra cassa e depositi. Fu proprio l'instabilità di questo rapporto a limitare seriamente prima del 1914 l'efficacia delle operazioni sulle riserve di cassa delle banche. Dal 1946 le banche hanno mantenuto il rapporto « cassa-depositi » leggermente al disopra dell'8%; i tentativi di portarlo al disotto di questo limite sono stati disapprovati dalle autorità. Ma, se si può ritenere

che una riduzione delle riserve di cassa sarà seguita da una corrispondente riduzione di depositi, non vi è alcuna garanzia che un'espansione della cassa porti alla desiderata espansione dei depositi; espansione che può venire impedita sia dalla deficienza di attività liquide (come nel 1930) che da una scarsa domanda di servizi bancari. Quest'ultima limitazione non può essere eliminata solo con miglioramenti della « tecnica ».

I difetti che ancora permangono sotto il profilo tecnico nel sistema delle operazioni di mercato aperto non sembrano preoccupanti. In ogni caso essi sono stati superati dalla cooperazione estremamente stretta oggi esistente tra Banca d'Inghilterra, Tesoro e mercato monetario, e dalla facoltà delle autorità monetarie di emanare disposizioni normative. Si sono così potuti conseguire risultati che, qualora si fosse fatto affidamento solamente sul « meccanismo » delle operazioni di mercato aperto, avrebbero richiesto un'azione molto più drastica (29).

ATHOLE MACKINTOSH

(29) Un esempio recente è offerto dalle operazioni di consolidamento dello scorso novembre, quando le banche diminuirono la propria liquidità scambiando Treasury Bills contro « Serial Funding Stock ». Sarebbe stato difficile ottenere lo stesso risultato se le banche non avessero aderito ai desideri delle autorità.