

## Sviluppi della politica monetaria svedese

Negli ultimi anni gli indirizzi delle Autorità svedesi in materia di politica monetaria hanno subito un lento ma significativo mutamento. Le convinzioni, o meglio le illusioni del primo periodo postbellico — che anche una forte pressione inflazionistica potesse essere controllata senza ricorso a restrizioni monetarie — sono crollate. E alla politica monetaria è stato ridato il suo logico ruolo fra i fattori di stabilizzazione dell'economia.

Questo mutamento degli orientamenti ufficiali non significa tuttavia un semplice ritorno all'ortodossia monetaria. In realtà il tipo di politica di restrizione monetaria che si è venuto sviluppando in Svezia negli ultimi tre anni è assolutamente eterodosso, nel senso che non opera attraverso un aumento del *costo* del denaro ma soprattutto attraverso un aumento della *scarsità* dei fondi prestabili. Per impedire che la scarsità di denaro portasse a rialzi nel livello dei tassi di interesse, le Autorità svedesi hanno dovuto ricorrere ad una serie di misure di diretta regolamentazione delle attività creditizie degli istituti di credito.

Scopo del presente articolo è di illustrare brevemente l'impostazione e i metodi di questa nuova politica monetaria e di richiamare i fattori di fondo su cui si è inserita.

### La politica monetaria del primo periodo post-bellico.

Dalla fine della guerra fino all'estate del 1950 la politica monetaria fu in Svezia quasi completamente passiva: la Banca Centrale, la Riksbank, non svolse alcun ruolo determinante per l'orientamento della politica economica. Le condizioni di denaro facile e a buon mercato esistenti alla fine della guerra furono mantenute invariate ad onta

dei notevolissimi mutamenti via via intervenuti nella situazione economica generale. L'obiettivo della politica monetaria durante la suddetta fase, se pur si può parlare di un obiettivo, fu di stabilizzare i tassi d'interesse piuttosto che di stabilizzare gli sviluppi dell'economia. Alla fine della guerra, il saggio ufficiale di sconto della Riksbank era del 2,5 % e il rendimento dei titoli statali a lungo termine del 3 %. Siffatti tassi « strategici » furono tenuti immutati fino all'autunno del 1950. E tutte le pressioni di mercato tendenti a modificare tale struttura di tassi furono prontamente ed efficacemente neutralizzate da interventi della Riksbank.

In tal modo le armi della politica monetaria furono deliberatamente messe da parte, nonostante le tensioni cui l'economia svedese andò assai presto soggetta. Le tensioni si fecero chiaramente evidenti negli sviluppi della situazione della bilancia dei pagamenti. Sotto questo riguardo la Svezia era emersa dalla guerra con una posizione eccezionalmente solida; posizione che però cominciò a deteriorarsi con molta rapidità a partire dalla seconda metà del 1946. Gli è che il paese presentava una forte inflazione di redditi, con un eccesso di potere d'acquisto che condusse ad un aumento marcato delle importazioni dall'estero e a una espansione molto minore delle esportazioni. Di conseguenza le riserve complessive in oro e valute della Riksbank caddero da circa 3 miliardi di kronor all'inizio del 1946 a circa 500 milioni nell'estate del 1948.

Secondo gli schemi tradizionali, una evoluzione del genere avrebbe rapidamente determinato una notevole scarsità di mezzi liquidi sul mercato. Le disponibilità bancarie sarebbero state sottoposte ad una grave pressione e le banche avrebbero dovuto

severamente ridurre i loro crediti. La scarsità di denaro e di credito avrebbe frenato la tendenza ad aumentare le importazioni, e così prima o poi avrebbe esercitato una sicura influenza correttiva sulla crisi della bilancia dei pagamenti.

In realtà, invece, questo processo correttivo non fu lasciato funzionare. Via via che la deficienza di mezzi liquidi spingeva le banche a vendere titoli pubblici per rafforzare le posizioni di cassa, la Riksbank deliberatamente neutralizzava la corrispondente tendenza al ribasso dei titoli stessi mediante notevoli acquisti di sostegno sul mercato aperto. I suoi interventi erano espressamente effettuati allo scopo di impedire che il saggio di interesse a lungo termine salisse al di sopra del 3 %. L'entità di questi acquisti sul mercato aperto è comprovata dall'aumento del portafoglio titoli della Riksbank da circa 1 miliardo di kronor nell'estate 1946 a pressochè 3 miliardi nel 1948. In questo brevissimo periodo la Riksbank assorbì dal mercato quasi il 20 % del complessivo debito pubblico svedese allora esistente.

Perchè il tasso del 3 % fu così ostinatamente difeso? A spiegazione possono essere addotti due fondamentali motivi.

In primo luogo si ritenne che un tasso più elevato avrebbe creato difficoltà al programma edilizio governativo, programma imperniato su un cospicuo volume di nuove costruzioni e su un graduale abbassamento del livello degli affitti relativamente ai redditi medi. Saggi di interesse più elevati avrebbero invece rallentato l'attività edilizia e comportato aumenti degli affitti.

In secondo luogo negli ambienti ufficiali del Governo e della Riksbank saggi di interesse più elevati non erano considerati come strumenti efficienti di lotta antinflazionistica. A loro avviso, a) la causa principale delle pressioni inflazionistiche stava nell'ingente massa di nuovi investimenti nei settori industriali, e b) un rialzo dei tassi contenuto entro limiti ragionevoli non sarebbe stato capace di influenzare in misura decisiva il flusso di quegli investimenti.

Una simile impostazione trascurava evidentemente l'effetto quantitativo della politica monetaria sull'offerta di credito. È

ovvio che il volume degli investimenti, anche se non è sempre influenzato in maniera netta da una moderata variazione del costo del denaro, è strettamente dipendente dall'offerta di denaro. Ora, una politica monetaria restrittiva avrebbe significato non soltanto denaro più caro ma anche effettiva scarsità di mezzi monetari per erogazione di prestiti. In pratica, così come la situazione venne di fatto evolvendo, non vi furono invece limiti di sorta alle operazioni di credito delle banche commerciali. Le banche erano emerse dalla guerra in situazioni estremamente liquide e con cospicui portafogli di titoli di stato che potevano facilmente essere « monetizzati » e servire quindi come base per un'espansione del credito (v. Tab. I.). Effettivamente lo sviluppo dei prestiti delle banche commerciali fu continuo e notevole nei

TABELLA I.

ATTIVITÀ LIQUIDE DELLE BANCHE COMMERCIALI SVEDESI IN % DEI DEPOSITI

FINE DELL'ANNO	Cassa	Obbligazioni e Buoni del Tesoro	Totale delle attività liquide
1938 . . . . .	14,1	4,5	18,6
1945 . . . . .	5,1	31,4	36,5
1946 . . . . .	5,4	13,9	19,3
1947 . . . . .	6,7	7,1	13,8
1948 . . . . .	8,5	9,4	17,9
1949 . . . . .	8,2	15,1	23,3
1950 . . . . .	7,6	12,4	20,0
1951 . . . . .	8,9	17,6	26,5
1952 . . . . .	9,6	16,6	26,2

primi anni postbellici e servì a finanziare un ampio volume di investimenti, i quali a loro volta determinarono una situazione di tensione per le risorse reali disponibili e quindi una corsa al rialzo fra prezzi e salari. In tal modo il totale dei prestiti delle banche commerciali crebbe da 5800 milioni di Kronor nel 1945 a 8.000 milioni alla fine del 1947. Durante lo stesso biennio il livello medio dei salari dei lavoratori industriali aumentò in Svezia di circa il 25 %. Se l'espansione creditizia fosse stata efficacemente conte-

nuta in questa prima fase, indubbiamente la forza degli sviluppi inflazionistici ne sarebbe stata quanto meno moderata.

#### La politica monetaria nella crisi inflazionistica post-coreana.

In mancanza di un'attiva politica monetaria, una stabilizzazione della situazione economica svedese non si ebbe se non nella seconda metà del 1948, in parte come conseguenza di sempre più rigorosi controlli diretti sull'attività edilizia e sulle importazioni e in parte in seguito al graduale recedere degli stimoli inflazionistici in campo internazionale. La situazione, tuttavia, continuò a permanere intrinsecamente instabile e dopo lo scoppio della guerra di Corea fu minacciata da un nuovo attacco inflazionistico principalmente provocato da influenze esterne. L'aumento dei prezzi internazionali portò a ulteriori rialzi dei prezzi svedesi, rialzi che diedero luogo a richieste di ulteriori aumenti salariali. E poichè, per finanziare il più ampio volume di pagamenti, le attività economiche premevano a lor volta per più larghi prestiti, si delinèò nell'ambito del sistema bancario una nuova fase di espansione creditizia.

A questi sviluppi le autorità reagirono con particolare prontezza. Gli indirizzi di politica economica furono di massima resi più severi e in relazione, e per la prima volta in questo dopoguerra, si tentò seriamente di « riattivare » la politica monetaria. A tal fine furono prese varie misure:

a) I saggi di interesse furono aumentati. Nell'estate del 1950 la Riksbank sospese temporaneamente i suoi acquisti sul mercato aperto di titoli pubblici e permise che il rendimento dei titoli del genere a lungo termine salisse al di sopra del 3 %. In tal modo i tassi sui titoli in questione si stabilizzarono nell'autunno ad un livello di circa mezzo punto superiore a quello precedente. Di conseguenza nel dicembre 1950 il saggio di sconto ufficiale della Riksbank fu portato dal 2 ½ al 3 %; seguì un aggiustamento al rialzo di tutti i tassi del sistema bancario. All'inizio dell'autunno era stato, d'altronde, abolito il saggio speciale di sconto — in-

feriore dello 0,50 al tasso ufficiale — applicato alle cambiali commerciali a firma bancaria.

b) Restrizioni quantitative furono imposte all'attività creditizia delle banche commerciali con l'introduzione *ex novo* di un sistema di riserve obbligatorie. Tali riserve furono però contenute entro limiti moderati e per la maggior parte delle banche risultarono inferiori agli averi liquidi disponibili prima dell'imposizione del nuovo vincolo.

c) Fu introdotto un sistema di restrizioni volontarie dei crediti bancari. Si trattava di restrizioni « qualitative », valendosi delle quali la Riksbank tentò di orientare gli interventi bancari nelle direzioni ritenute di particolare importanza nella situazione di fatto esistente.

In linea di principio, le suddette misure esprimevano orientamenti del tutto nuovi di politica monetaria; in linea pratica, una loro coerente applicazione avrebbe potuto senza dubbio contrastare efficacemente le pressioni inflazionistiche.

Di fatto peraltro la nuova politica si dimostrò in larga misura inefficiente. Gli è che essa aveva bensì apprestato un arsenale di nuove armi; ma la Riksbank si dimostrò restia a farne uso con il rigore e la decisione che la situazione richiedeva. Questa riluttanza si palesò fin dal principio del 1951 quando la Riksbank riprese gli acquisti di titoli sul mercato aperto per impedire un ulteriore rialzo dei tassi oltre il livello del 3 ½ % da poco stabilito. Divenne ancora più evidente nella seconda metà del 1951 quando l'eccezionale rigoglio dell'esportazione dei prodotti forestali provocò un cospicuo afflusso di divise estere che, cedute dagli esportatori alla Riksbank, diede luogo a un considerevole aumento delle disponibilità monetarie interne. Se la Riksbank fosse stata realmente decisa a perseguire una politica di restrizione monetaria, le vendite di divisa estera da parte degli esportatori sarebbero state ovviamente neutralizzate o da vendite di titoli da parte della Riksbank sul mercato aperto o da aumenti delle percentuali di riserva obbligatoria a carico delle banche commerciali. Invece, per timore di turbare la stabilità

dei tassi d'interesse, la Riksbank si astenne dal prendere provvedimenti restrittivi del genere. In tal modo gli acquisti di titoli e di divise effettuati dalla Riksbank nel 1951 accrebbero il volume totale dei crediti accordati dalla Banca centrale di circa 600 milioni di Kronor. Un tale sviluppo si riflettè in una ininterrotta espansione del credito da parte del sistema bancario.

Durante il 1951, infatti, i depositi delle banche commerciali crebbero di 1600 milioni di Kronor ed i prestiti erogati di oltre 900 milioni (v. Tab. II). Gli effetti di questo mancato arresto dell'espansione creditizia sono chiaramente visibili negli sviluppi dei prezzi e dei salari. Dall'estate 1950 alla fine del 1951 i prezzi all'ingrosso crebbero in Svezia del 43 %, l'indice del costo della vita del 22 % e i tassi salariali medi dei lavoratori industriali del 26 %. È vero che un qualche effetto inflazionistico sui prezzi e sui salari sarebbe stato in ogni caso inevitabile sotto la pressione dei fattori internazionali; ma è indubbio che esso avrebbe potuto essere

decisamente moderato da interventi monetari sufficientemente restrittivi.

#### La nuova politica monetaria del 1952.

La situazione del 1951 — che dal punto di vista monetario significava che la Riksbank continuava a provvedere le risorse liquide necessarie per finanziare i rialzi inflazionistici dei prezzi e dei salari — era, ovviamente, insostenibile a lungo andare. Per dominare le forze inflazionistiche apparve ben presto evidente la necessità di instaurare una politica monetaria veramente restrittiva. Conseguentemente, sullo scorcio del 1951 e nei primi mesi del 1952 nuovi più decisi sforzi furono fatti per ridurre sostanzialmente la disponibilità di credito. Prese così corpo un programma di severe restrizioni creditizie, qualitative e insieme quantitative, programma in vigore dal febbraio 1952.

Questo programma si basa ancora sul presupposto che sia possibile mantenere un saggio d'interesse a lungo termine bloccato

TABELLA II.

PRINCIPALI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ DELLE BANCHE COMMERCIALI SVEDESI (a)  
(Milioni di corone)

FINE DELL'ANNO	Cassa	Obbligazioni svedesi e Buoni del Tesoro	Prestiti e sconti (crediti per cassa)	Depositi	Capitale e riserve	RAPPORTO PERCENTUALE	
						Crediti per cassa-depositi (b)	Capitale e riserve-depositi
1938 . . . . .	601	190	4.397	4.260	749	103,2	17,5
1945 . . . . .	347	2.152	5.843	6.846	828	85,3	12,0
1946 . . . . .	382	991	7.296	7.113	901	102,5	12,6
1947 . . . . .	499	533	8.021	7.506	971	106,8	12,9
1948 . . . . .	652	717	7.895	7.640	1.021	103,3	13,3
1949 . . . . .	686	1.271	8.098	8.399	1.008	96,4	12,0
1950 . . . . .	681	1.107	9.240	8.930	1.010	103,4	11,3
1951 . . . . .	936	1.849	10.175	10.513	1.111	96,7	10,5
1952 . . . . .	999	1.716	9.848	10.358	1.127	95,0	10,8

(a) I suddetti dati si riferiscono esclusivamente alle banche commerciali svedesi (oggi ridotte a 20). Non riguardano le 453 Casse di Risparmio operanti, con mezzi fiduciari non molto distanti da quelli delle Banche, soprattutto nel campo del credito ipotecario a medio e lungo termine.

(b) La percentuale eccezionalmente elevata dei crediti per cassa rispetto ai depositi - percentuale superiore a ogni altra esistente nei Paesi europei - va valutata tenendo presente alcuni tratti peculiari delle banche commerciali svedesi rilevanti agli effetti della valutazione della liquidità e solvibilità:

- a) per legge, i crediti non possono essere accordati, di massima, per termini superiori ai sei mesi;  
 b) la grande maggioranza dei crediti è assistita da *garanzie reali* (circa il 50% addirittura da ipoteca su beni immobili);  
 c) la massa fiduciaria è composta prevalentemente da *depositi forniti di elevata stabilità* (per circa l'80% da depositi vincolati per due mesi e oltre);  
 d) i *capitali e le riserve palese* raggiungono importi che equivalgono tuttora ad oltre il 10% dei depositi. E senza dubbio cospicue sono le riserve occulte.

ad un livello del 3 ½ %. Differisce però dai precedenti tentativi di politica restrittiva per il fatto che l'accento è stato trasferito sulle restrizioni creditizie di tipo *quantitativo*. L'esperienza del 1950 e del 1951 aveva mostrato con chiara evidenza che restrizioni qualitative sui crediti bancari non potevano essere rese efficienti se non sorrette da una politica veramente restrittiva in senso quantitativo. In altre parole, qualsiasi sforzo per indirizzare i crediti bancari in certi « canali » d'impiego non poteva avere successo se in concomitanza non intervenivano anche misure capaci di ridurre la disponibilità di fondi prestabili presso le banche commerciali.

I capisaldi della nuova politica sono sostanzialmente i seguenti:

a) la disponibilità di fondi prestabili delle banche commerciali è stata ridotta con un nuovo sistema di *riserve obbligatorie*. Il sistema è imperniato su basi « *volontarie* », attraverso un accordo tra la Riksbank e le banche commerciali (1). I precedenti obblighi di riserva sono stati aboliti e in loro vece le banche commerciali si sono impegnate a mantenere una certa percentuale dei rispettivi depositi investiti in attività liquide, cioè soprattutto in cassa e in titoli di Stato a breve termine. I rapporti di « liquidità » stabiliti in base all'accordo differiscono da banca a banca, e sono più elevati per le maggiori banche, più bassi per le minori. All'inizio i rapporti di liquidità furono fissati a livelli piuttosto elevati, superiori per la

(1) Questo aspetto di « *volontarietà* » non va sopravvalutato. Ovviamente le banche commerciali non avevano altra scelta che di accettare l'accordo in parola piuttosto che una disciplina legale, che sarebbe stata la necessaria alternativa. L'accordo fu tuttavia volontario nel senso che le banche riconobbero la necessità di una politica più restrittiva; d'altronde la forma « *volontaria* » diede alle banche la possibilità di far prendere in considerazione i loro particolari punti di vista nell'elaborazione dei singoli aspetti della nuova disciplina. Così, la sostituzione delle precedenti riserve obbligatorie « *infruttifere* » presso la Riksbank con nuovi rapporti di liquidità in parte costituiti da Buoni del Tesoro fruttiferi tenne conto delle esigenze di redditività prospettate dalle Banche.

maggioranza delle banche alle effettive situazioni di liquidità in atto alla vigilia dell'applicazione dell'accordo — con l'intesa che nel corso dei mesi successivi le banche avrebbero usato ogni aumento nella massa fiduciaria per rafforzare le rispettive poste liquide fino a raggiungere i rapporti prestabiliti. (2).

b) Il sistema di *restrizioni qualitative* introdotto nel 1950 fu mantenuto. Pertanto, nelle loro erogazioni di credito le banche continuarono a discriminare tra i vari settori secondo le priorità stabilite dai criteri di politica generale, cioè, fondamentalmente, debbono sostenere le produzioni e le esportazioni essenziali e astenersi da concessioni per iniziative speculative e per il finanziamento del consumo. Speciale importanza è attribuita ai *crediti per l'edilizia* per i quali le banche si sono impegnate a mantenere almeno le preesistenti proporzioni rispetto al totale degli impieghi.

c) L'accordo con le banche commerciali fu integrato da un complesso di accordi tra la Riksbank e altre categorie di istituzioni di credito: Casse di risparmio, compagnie di assicurazioni, istituzioni ipotecarie, organismi per il credito all'agricoltura, ecc. Tali accordi fissarono i principi direttivi per l'attività creditizia delle istituzioni interessate, principalmente agli effetti di assicurare una certa *priorità ai finanziamenti edilizi*. Così le compagnie di assicurazione si trovarono impegnate a non ridurre la proporzione dei prestiti e investimenti rivolti al finanziamento dell'edilizia e delle autorità locali (le quali a loro volta erogano somme notevoli per l'edilizia); e per converso a non aumentare la percentuale dei prestiti accordati ad aziende industriali (rispetto al totale dei prestiti e investimenti). Quest'ultima disposizione apparve necessaria per impedire che le richieste di fido respinte dalle banche venissero accolte e soddisfatte da compagnie di assicurazione.

(2) Per effetto del declino dei depositi fra il gennaio e il dicembre 1952, la maggior parte delle Banche si trovò nell'impossibilità di pervenire, entro i termini preventivati, ai prestabiliti rapporti di liquidità.

TABELLA III

## CREDITI BANCARI PER RAMI DI ATTIVITÀ ECONOMICA

	NOVEMBRE 1950		NOVEMBRE 1951		NOVEMBRE 1952	
	milioni di corone	%	milioni di corone	%	milioni di corone	%
Industria manifatturiera . . . . .	2.212	25,9	2.735	28,7	2.812	29,8
Commercio . . . . .	1.592	18,6	1.985	20,8	1.881	20,0
Agricoltura . . . . .	445	5,2	466	4,9	436	4,6
Istituti assicurativi e creditizi . . . . .	316	3,7	295	3,0	267	2,8
Autorità locali . . . . .	197	2,3	122	1,3	254	2,7
Edilizia . . . . .	2.463	28,8	2.532	26,5	2.444	25,9
Prestiti personali e diversi . . . . .	1.124	13,1	1.165	12,2	1.061	11,3
Marina mercantile e trasporti . . . . .	203	2,4	244	2,6	276	2,9
	8.552	100,0	9.544	100,0	9.431	100,0

d) I tassi per certi prestiti privilegiati furono stabilizzati mediante accordi con gli istituti di credito. Questi si impegnarono a non aumentare oltre il 3,50 % i tassi per i titoli di Stato a medio e lungo termine, per i prestiti alle autorità locali e per i finanziamenti all'edilizia. Per i crediti d'altra natura fu tollerata una certa flessibilità di tassi. Poiché tuttavia la nuova disciplina non prevede variazioni del saggio ufficiale di sconto, risultò in pratica impossibile una generale revisione al rialzo dei tassi applicati dalle banche.

e) La Riksbank controlla le emissioni del mercato finanziario attentamente per quanto senza irrigidimenti formali. Ogni banca che intenda assumere l'emissione di un titolo obbligazionario per conto di un cliente deve rivolgersi alla Riksbank e aspettare l'autorizzazione a procedere alle operazioni relative. Le autorizzazioni sono concesse con molta parsimonia e con criteri tali da assicurare un certo grado di priorità alle emissioni di titoli per conto del governo e delle autorità locali.

f) Come preliminare per l'introduzione del nuovo programma di restrizione creditizia, era intervenuta nell'autunno del 1951 una legge di delega al governo di certi poteri di emergenza in materia di controllo dei tassi

d'interesse, poteri esercitabili con decreto e comprensivi della facoltà di fissare tassi massimi per i prestiti e tassi minimi per i depositi nei riguardi di tutte le istituzioni di credito e di ogni prestatore del mercato monetario e finanziario. Questa legge non ha trovato finora pratica applicazione, ma resta come una spada di Damocle per l'eventualità che le aziende di credito non dovessero comportarsi nel modo desiderato dalle Autorità.

#### Gli effetti della nuova politica creditizia.

A giudicare dalle statistiche bancarie la nuova politica creditizia introdotta nel febbraio 1952 avrebbe avuto effetti decisivi. La precedente tendenza inflazionistica sembrerebbe essere stata stroncata in modo netto e aver ceduto il campo ad uno sviluppo deflatorio. Così, tra il novembre 1951 e il novembre 1952 le operazioni di prestito e sconto delle banche commerciali si sono ridotte di oltre 300 milioni di Kronor, ossia del 4,5 %.

È tuttavia necessario ammonire a non trarre in materia troppo frettolose conclusioni. Il movimento deflatorio ha coinciso con un netto rovesciamento di tendenze nelle condizioni internazionali, che ha colpito molto duramente le principali industrie esportatrici della Svezia; e inoltre con una notevole recessione delle industrie tessili e

di altri rami attivi per il mercato interno, recessione che era già iniziata nell'ultima metà del 1951 prima dell'introduzione delle nuove restrizioni creditizie. È perciò piuttosto difficile precisare quale sia la causa e quali gli effetti negli sviluppi monetari del 1952.

Sembra comunque indubbio che le rigorose restrizioni creditizie siano state quanto meno un importante fattore concorrente per la stabilizzazione economica in Svezia nel 1952. Le banche hanno posto ogni impegno per aumentare la loro situazione di liquidità fino ai livelli prescritti, e di conseguenza hanno dovuto orientare le rispettive politiche creditizie secondo indirizzi molto restrittivi. In tal modo si è sviluppata sul mercato monetario una acuta scarsità di disponibilità che ha messo molte aziende di fronte a delicati problemi di liquidità. Cosa che, a sua volta, ha determinato un generale sforzo per ridurre le scorte di merci e dilazionare l'esecuzione di programmi di investimenti. Ci sono, in sostanza, fondati motivi per ritenere che il trapasso dalla mentalità inflazionistica prevalente nel mondo degli affari nel 1951 all'attuale orientamento di cautela e di moderazione sia stato potentemente influenzato dagli effetti psicologici esercitati dalle restrizioni creditizie.

Gli effetti delle restrizioni creditizie sarebbero d'altronde particolarmente evidenti per gli investimenti, stando ai dati in materia disponibili. Un calcolo presuntivo degli investimenti industriali per l'anno successivo — calcolo basato su un questionario diramato a tutte le maggiori imprese industriali — è elaborato nell'autunno di ogni anno dall'Istituto svedese di ricerche economiche (*Swedish Business Research Institute*). Orbene, i programmi rilevati per il 1953 denunciano — rispetto al 1952 — una riduzione del 20 % negli investimenti edilizi e del 30 % negli investimenti per macchinari e attrezzature fisse. È questa la prima volta nel periodo postbellico che l'indagine annua del richiamato Istituto rivela una riduzione nei programmi di investimento. Indubbiamente tale trapasso si spiega almeno in parte con le crescenti difficoltà di finanziamento che incontrano le iniziative private.

La nuova politica, se ha esercitato sulle attività economiche un'influenza in linea di massima conforme agli intenti e ai motivi originari, non ha però avuto successo sotto ogni riguardo. Ci sono stati infatti taluni sviluppi indesiderabili, sviluppi che sembrano inevitabili finché si persista a perseguire il duplice obiettivo di rendere scarso il credito e insieme di impedire un rialzo generale nei saggi d'interesse. Può essere che per un breve tempo ambedue gli obiettivi possano essere raggiunti per mezzo di una minuziosa regolamentazione delle attività degli istituti di credito; ma a lungo andare uno sforzo del genere è destinato a provocare perturbamenti e distorsioni sul mercato creditizio.

Ciò è chiaramente comprovato dagli sviluppi verificatisi sul mercato svedese nel 1952. Ivi uno degli elementi perturbatori è derivato dalla completa rottura della precedente struttura dei tassi di interesse. I tassi di « priorità » fissati per i titoli di Stato e delle autorità locali e per i finanziamenti edilizi sono stati mantenuti al livello del 3,50 %; nel settore « libero » invece i tassi hanno mostrato tendenza a salire. Per esempio, il tasso per i prestiti a scadenza fissa concessi dalle compagnie di assicurazione a imprese industriali è salito dal 3 3/4 % al 4 1/4 - 4 1/2 %. Per le Compagnie di assicurazione e per altri investitori istituzionali questo aumento nel divario tra i vari tassi ha reso ancor più attraenti gli impieghi in prestiti e obbligazioni industriali a detrimento degli impieghi in settori « prioritari » per i quali il tasso di interesse è rimasto bloccato. Nonostante l'accennato accordo tra la Riksbank e le Compagnie di assicurazione, è risultato impossibile impedire che un tale elemento di scelta avesse influenza sulle decisioni degli investitori, tanto più in quanto gran parte degli investitori istituzionali sono liberi dal controllo ufficiale. Di conseguenza è diventato sempre più difficile soddisfare proprio quelle richieste di credito che le autorità intendevano favorire con la loro politica di bassi tassi, vale a dire principalmente le esigenze del settore edilizio.

Altra conseguenza indesiderabile è un certo « disarticolamento » del mercato del cre-

*dito* determinato dalle restrizioni ufficiali imposte alle banche. Il fatto che le banche abbiano stretto i freni ha accentuato la tendenza a svilupparsi delle operazioni private di prestito a più alto saggio d'interesse. Il mercato dei *prestatori «privati»* è stato ovviamente alimentato da ritiri di depositi bancari e ha così accresciuto le difficoltà che le banche incontrano a soddisfare le legittime esigenze di credito dei loro clienti usuali. È vero che queste forme di disorganizzazione del mercato creditizio non hanno per ora raggiunto proporzioni allarmanti; ma potrebbero alla fine dar luogo a preoccupazioni se l'attuale sistema di restrizioni creditizie abbinato con tassi d'interesse artificialmente bassi dovesse continuare per un lungo periodo.

### Conclusioni.

È forse ancora troppo presto per giudicare gli effetti della politica di restrizione introdotta in Svezia all'inizio del 1952. Gli sviluppi avutisi durante l'anno sembra possano tuttavia permettere talune conclusioni preliminari.

Prima: la politica di restrizione è stata tra i fattori che hanno contribuito in modo rilevante a riportare l'economia ad un maggior grado di stabilità. Il fatto che le forti e continue tendenze inflazionistiche che caratterizzarono l'economia svedese nei primi anni postbellici e nel periodo 1950-51 non avessero potuto essere efficacemente controllate deve essere in larga parte attribuito alla carenza di una decisa politica di contenimento della creazione di nuovi mezzi monetari.

Seconda: una disciplina qualitativa del credito, vuoi per mezzo di accordi volontari vuoi per mezzo di controlli selettivi, non può operare efficacemente per sé sola, ma deve essere combinata con una disciplina quantitativa sufficientemente rigorosa della disponibilità e offerta di fondi prestabili da parte del sistema bancario. L'insuccesso della politica monetaria svedese a contrastare le pressioni inflazionistiche post-coreane può essere in buona parte spiegato con la mancanza di una coordinazione tra questi due elementi del controllo creditizio.

Terza: una politica di restrizioni non può a lungo andare essere applicata senza serie distorsioni del mercato creditizio, se non si permette ai saggi d'interesse di salire al livello che eguagli domanda e offerta sul mercato dei fondi prestabili. Sotto questo aspetto le autorità monetarie svedesi si trovavano all'inizio del 1953 di fronte ad un difficile dilemma. Fino a quando si vorrà assicurare a determinati settori e obiettivi una posizione di privilegio nella distribuzione del credito, esse dovranno *a)* o accettare la pressione del mercato e quindi più alti tassi anche per i settori prioritari, oppure *b)* aumentare la disponibilità di fondi mediante operazioni «espansive» della Banca Centrale. Quale via d'uscita da questo dilemma sarà in ultima analisi scelta non è ancora chiaro; ma, ovviamente, la seconda alternativa significherebbe ripiegare dall'attuale linea di restaurazione della politica monetaria, con prospettive rischiose fin tanto che non siano definitivamente superati i pericoli di ulteriori tensioni inflazionistiche.

LARS-ERIK THUNHOLM