

I problemi monetari di un'economia « dipendente »: l'esperienza australiana del 1948-1952

1. — In un articolo recentemente pubblicato su questa Rivista (1) tentai di chiarire la particolare natura dei problemi monetari cui le economie « dipendenti » si trovano di fronte a causa della importanza preminente della bilancia dei pagamenti. Osservai allora che era un errore modellare le banche centrali dei paesi dipendenti sull'esperienza inglese e americana. Per la massima parte degli altri Paesi i precedenti della Gran Bretagna e degli Stati Uniti costituiscono un esempio ben poco significativo. Negli Stati Uniti l'andamento della bilancia dei pagamenti esercita una scarsa influenza sulle condizioni economiche interne (2). In Inghilterra la teoria della Banca Centrale si è sviluppata in un periodo in cui il Paese occupava una posizione dominante sia come centro commerciale ed industriale che come mercato monetario e finanziario internazionale. Date queste particolari condizioni, la bilancia inglese dei pagamenti non fu mai soggetta tra il 1870 e il 1914 a squilibri preoccupanti nonostante la notevole ampiezza raggiunta dalle fluttuazioni cicliche negli investimenti esteri (3).

In quest'articolo vorrei illustrare l'esperienza australiana dal 1948 al 1952, ricollegandomi in un certo senso ai recenti lavori del Plumptre, del Triffin, del Wallich e del Simkin (4) che hanno recato allo studio dei problemi monetari delle economie dipendenti un contributo notevole.

(1) DAVID ROWAN, *Le banche centrali nel Commonwealth britannico*, su questa Rivista, n. 23, III trim. 1953.

(2) Si veda A. I. BLOOMFIELD, *Capital Imports and the American Balance of Payments, 1934-1939* (Chicago, 1950), e il saggio dello stesso autore nel volume « *The New Economics* » edito a cura di Seymour Harris (Londra, 1948, cap. XXII).

(3) Si veda W. EDWARDS BEACH, *British International Gold Movements and Banking Policy 1881-1913* (Harvard, 1935), e C. K. HOBSON, *The Export of Capital* (London, 1914).

(4) Si veda in proposito il mio articolo precedente, cit.

L'Australia offre un esempio tipico di un'economia « dipendente » sotto il profilo economico e altamente sviluppata sotto il profilo finanziario. Nel breve periodo di quattro anni (1948-52) la sua bilancia dei pagamenti fu sottoposta ad oscillazioni di portata considerevole che inevitabilmente si ripercossero in campo monetario. Si tratta quindi di un caso perfettamente indicato ai nostri fini. Si aggiunga che l'Australia offre anche un altro vantaggio: il suo sistema bancario e i criteri operativi della Banca Centrale sono ben noti e ci esimono dal dilungarci nella parte descrittiva (5).

I. — Il problema della stabilizzazione.

2. — L'esperienza australiana del 1948-52 illumina chiaramente la particolare natura dei problemi cui un'economia dipendente si trova di fronte a seguito delle fluttuazioni nella bilancia dei pagamenti. È probabile che nel 1948-52 una serie fortuita di circostanze abbia complicato la situazione ed è ragionevole sperare che le future fluttuazioni nei ricavi delle esportazioni non raggiungano simile ampiezza. Tuttavia alcune oscillazioni saranno probabilmente inevitabili; e potranno essere accompagnate da variazioni per lo meno altrettanto ampie nell'afflusso dei capitali privati, richiamati dall'attrattiva di speculazioni sui cambi.

Comunque sia di ciò, in che misura la Commonwealth Bank è riuscita nel 1948-52 ad attuare una « politica di stabilizzazione »? È quali sono innanzitutto i criteri con cui valutare il successo di una tal politica? A nostro giudizio sarebbe un errore attribuire eccessiva importanza all'an-

(5) Come « case-study » questo lavoro è necessariamente supercompresso data la necessità di mantenerlo nei limiti di un articolo da Rivista. Il lettore dovrà quindi scusarci delle numerose omissioni e soprattutto del poco rilievo dato alla politica fiscale ed alle operazioni di mercato aperto.

damento dei prezzi interni. Dato un livello dei cambi rigido e scartata l'ipotesi di speciali accorgimenti atti a separare i prezzi interni da quelli esteri (6), un'economia dipendente in condizioni di piena occupazione di fronte a un boom di esportazione deve accettare — nel suo stesso interesse — un certo grado di inflazione. Se l'incremento dei redditi degli esportatori dovesse essere completamente neutralizzato con una riduzione forzata dei consumi e/o degli investimenti, la stabilità dei prezzi potrebbe essere pagata cara: e cioè con una grave distorsione dei programmi di sviluppo e con una redistribuzione sperperatrice di risorse produttive per soddisfare esigenze transitorie. D'altra parte, una politica diretta a stabilizzare completamente la domanda complessiva si tradurrebbe, qualora avesse successo, in una fonte di disoccupazione.

Ma la quota più elevata del reddito nazionale che va agli esportatori provocherà certamente la reazione dei percettori di redditi fissi, i quali tenteranno di ristabilire gli antichi rapporti mediante aumenti salariali. Il fatto è che in un'economia « dipendente » in condizioni di piena occupazione, l'inflazione è lo strumento mediante il quale l'aumento dei redditi reali provocato da un miglioramento nelle ragioni di scambio si diffonde in tutto il sistema economico. Ogni tentativo di bloccare completamente un processo del genere provocherà con ogni probabilità una situazione difficile nel campo del lavoro. La politica ufficiale (ivi inclusa la politica della Banca Centrale) non dovrebbe pertanto essere polarizzata sull'obiettivo della stabilità assoluta dei prezzi interni, ma dovrebbe in primo luogo cercare — oltre che di evitare attriti sul mercato del lavoro — di mantenere la continuità nei programmi essenziali di sviluppo ed il pieno impiego delle risorse produttive. Sino a quando non ostacolasse questi obiettivi, l'aumento dei prezzi interni dovrebbe essere tollerato; qualora invece si trasformasse in fonte di « distorsioni », dovrebbe essere impedito.

Ma una volta scartato il criterio della stabilità dei prezzi, la valutazione della politica delle auto-

(6) Attualmente tali accorgimenti, almeno per quanto riguarda il più importante prodotto di esportazione (la lana) sono politicamente inattuabili in Australia. Probabilmente anche la proposta di rivalutare la sterlina australiana durante un boom di esportazione (ma non di svalutarla durante una recessione) incontrerebbe un'opposizione molto forte.

rità centrali diventa un problema piuttosto complicato. Ad esempio, non è possibile misurare statisticamente se un determinato indirizzo abbia o non abbia intralciato i programmi di sviluppo dell'industria interna. In questo e simili casi è necessario accontentarsi di valutazioni soggettive.

3. — La possibilità per una Banca Centrale di attuare una politica di stabilizzazione, nel senso sopra indicato, dipende dalla sua capacità di influenzare gli investimenti pubblici e privati.

La Banca Centrale — è ben noto — può influenzare gli investimenti privati modificando la disponibilità e il costo del denaro (7). Ma ciò a sua volta presuppone che le disponibilità finanziarie per gli investimenti privati passino attraverso determinati « canali istituzionali » (incluso in questo termine sia il sistema bancario che il mercato dei capitali). Dove la « finanza istituzionale » è molto sviluppata, le possibilità della Banca Centrale sono evidentemente molto forti. Naturalmente l'efficacia della sua azione dipenderà in concreto dalla natura degli strumenti di cui può disporre.

In Australia gli investimenti privati costituiscono una componente importante della domanda complessiva e la « finanza istituzionale » ha un peso rilevante. L'elasticità potenziale del mercato monetario e finanziario è considerevole. Vi sono quindi favorevoli presupposti economici ed istituzionali per un'efficace azione della Banca Centrale.

Precisato questo punto, dobbiamo ora esaminare quale è stata l'azione della Commonwealth Bank e se gli strumenti tecnici a sua disposizione possano considerarsi adeguati. A tal fine è opportuno ricordare brevemente i fatti.

II. — 1948-1950: il problema dell'afflusso di capitale.

4. — All'inizio del 1948 i controlli « fisici » erano stati per la massima parte aboliti in Australia. L'unica eccezione di rilievo era data dalle emissioni azionarie ed obbligazionarie, rimaste soggette ad autorizzazione governativa sino al gennaio 1950. Nel 1948 furono anche aboliti i controlli

(7) La Banca Centrale può anche influenzare gli investimenti pubblici; ma in questo campo la sua azione si estrinseca soprattutto mediante un'opera di persuasione.

sui prezzi su base nazionale, e sostituiti con controlli dei singoli Stati. Una pesante responsabilità venne pertanto a ricadere sulla Banca Centrale e sulle autorità monetarie ai fini del controllo della congiuntura.

La bilancia australiana dei pagamenti si chiuse in attivo sia nel 1948-49 che nel 1949-50. Le riserve aumentarono di 178 milioni di sterline nel primo anno e di 186 milioni nel secondo, in parte per un miglioramento verificatosi nelle ragioni di scambio ma soprattutto per l'afflusso di capitale privato, salito da 164 milioni nel 1948-49 e 266 milioni nel 1949-1950 (8).

Un afflusso di capitale privato può avere in un sistema economico « dipendente » conseguenze diverse a seconda della sua natura. Un movimento a breve termine a carattere puramente speculativo è destinato a riflettersi essenzialmente sulla liquidità delle banche. Un movimento determinato da investimenti di portafoglio provocherà conseguenze simili in campo monetario ma può anche contribuire a tonificare il mercato dei capitali. Finalmente un afflusso dovuto ad investimenti diretti, oltre ad esercitare un'influenza « monetaria », avrà ripercussioni dirette sui redditi (9).

Anche se non è possibile classificare esattamente nell'una o nell'altra delle tre categorie sopra elencate l'entrata di capitali verificatasi in Australia nel 1948-50, sembra abbastanza pacifico che si sia soprattutto trattato di un movimento a carattere speculativo, basato sull'aspettativa di una rivalutazione della sterlina australiana rispetto alla sterlina inglese. Le ripercussioni più importanti erano quindi da attendersi in campo monetario (10). Di fronte a questa situazione, le autorità monetarie potevano adottare l'uno o l'altro dei seguenti indirizzi restrittivi:

a) impedire ogni espansione « secondaria » della massa monetaria (resa possibile dall'aumento delle riserve estere);

(8) H. P. BROWN, *The Basic Wage Case 1952-53 (A Statement made to the Commonwealth Court of Conciliation and Arbitration)*, Table XXIII.

(9) In tutti e tre i casi si presuppone che il mercato finanziario interno non sia in grado di finanziare gli investimenti finanziati con fondi esteri.

(10) Naturalmente è possibile che gli afflussi di capitale, innalzando le riserve, incoraggino l'abolizione dei controlli sulle importazioni. Per tale via essi possono esercitare, mediante un aumento delle importazioni stesse, un effetto deflazionistico sui redditi.

b) impedire l'espansione sia « primaria » che « secondaria » riducendo le attività interne della Banca Centrale per un ammontare uguale allo aumento delle attività estere.

Ovviamente il secondo indirizzo è molto più ambizioso del primo e avrebbe reso necessaria una notevole pressione sui tassi d'interesse. All'atto pratico la Commonwealth Bank si limitò ad esercitare una modesta influenza restrittiva, persistendo nella tecnica dei controlli qualitativi per restringere il credito bancario al settore privato dell'economia, e mantenendo inalterata la struttura dei tassi d'interesse quale si era venuta a creare nel 1946-47.

5. — Alcune indicazioni più precise possono ricavarsi dalle situazioni di bilancio della Commonwealth Bank. Si veda in proposito la Tabella I.

TAB. I.

COMMONWEALTH BANK: DIPARTIMENTO BANCARIO
(milioni di sterline australiane)

	GIUGNO 1948	GIUGNO 1949	GIUGNO 1950
Banconote	196,6	212,8	231,3
Depositi			
— Speciali	294,5	367,5	440,0
— Altre banche commerciali	28,2	20,7	30,8
— Altri (a)	176,0	186,4	222,4
Oro e valute estere	255,3	390,9	533,3
Titoli (b)	396,8	339,3	330,6

(a) Compresi gli accantonamenti per i rischi.

(b) Inclusi i Buoni del Tesoro.

Fonte: Relazioni annuali della Commonwealth Bank.

Nel 1948-49 la Banca Centrale riuscì a sterilizzare per 73 milioni l'aumento verificatosi nelle riserve bancarie, servendosi della tecnica dei « conti speciali » (passati da 294,5 a 367,5 milioni). Inoltre, onde attenuare ulteriormente le ripercussioni sulle banche commerciali della bilancia dei pagamenti in attivo, ridusse di 58 milioni il portafoglio titoli governativi. Queste due misure — cui va aggiunto l'aumento delle banconote nelle mani del pubblico — hanno probabilmente neutralizzato

per la massima parte l'aumento delle riserve valutarie. Dal canto opposto aumentarono di 15 milioni i prestiti della Banca Centrale alle banche commerciali.

Nel 1949-50 i « conti speciali » assorbirono altri 73 milioni di sterline, ma il declino nelle attività « interne » fu irrilevante mentre i prestiti aumentarono di 11 milioni. In tale anno, è chiaro, la politica monetaria fu meno restrittiva.

milioni e fu finanziata in parte con prestiti della banca centrale. I crediti a favore del governo furono ridotti (11).

Nel 1949-50 i « conti speciali » giocarono un ruolo molto meno importante (il loro aumento non raggiunse la metà di quello dei depositi a vista), mentre la creazione netta di credito a favore del settore privato dell'economia si mantenne su di un piano relativamente modesto (21 milioni di ster-

TAB. II.

BANCHE COMMERCIALI PRIVATE: PRINCIPALI VOCI ATTIVE E PASSIVE

(milioni di sterline australiane)

	DEPOSITI			Debiti verso altre banche (a)	Cassa	TITOLI		Crediti alla clientela	Conti speciali
	a vista	a tempo	Totale			Buoni del tesoro	Altri titoli governativi		
Giugno 1948	511,4	200,6	712,0	21,8	46,4	24,9	59,2	344,1	287,2
Dicembre 1948	554,1	212,7	766,8	24,0	50,8	28,6	60,1	372,1	288,5
Giugno 1949	606,9	217,3	824,2	36,7	43,1	14,1	63,3	377,5	383,1
Dicembre 1949	648,5	218,4	866,9	19,7	55,4	33,2	76,4	403,2	321,4
Giugno 1950	770,0	237,7	1.007,7	47,3	50,7	24,4	95,9	418,4	456,1
Settembre 1950	749,4	244,3	993,7	44,6	53,5	18,9	96,1	444,6	440,1
Dicembre 1950	843,8	248,9	1.092,7	50,9	58,7	33,0	82,7	472,2	474,6
Marzo 1951	962,2	247,7	1.209,9	50,5	65,4	46,8	90,0	493,9	516,5
Giugno 1951	1.026,5	250,2	1.276,7	55,0	59,7	43,5	91,6	502,4	568,1
Settembre 1951	941,1	249,6	1.190,7	61,8	53,4	31,6	82,7	545,6	526,3
Dicembre 1951	957,8	241,0	1.198,8	67,6	61,3	25,2	64,9	610,5	498,2
Marzo 1952	992,3	236,2	1.228,5	62,7	65,7	34,2	62,5	651,4	461,4
Giugno 1952	962,3	226,3	1.188,6	54,5	60,1	38,1	63,2	677,4	380,5

(a) Inclusi i prestiti ricevuti dalla Banca Centrale.

FONTE: Quarterly Summary of Australian Statistics.

Le più importanti poste attive e passive delle maggiori banche commerciali australiane sono indicate nella Tabella II. Come può rilevarsi, l'espansione dell'attività bancaria fu notevole sia nel 1948-49 che nel 1949-50. Nel 1948-49 l'aumento dei depositi a vista (da 511 a 606 milioni) fece salire di 95 milioni la massa monetaria, cui peraltro fece riscontro, come già accennato, un aumento pressochè uguale dei « conti speciali ». La creazione netta di credito a favore del settore privato dell'economia ammontò solamente a 16

line). Il più importante fattore espansivo va individuato nei prestiti al governo (investimenti in titoli pubblici) che salirono di 43 milioni.

In sintesi, la politica monetaria della Commonwealth Bank permise un aumento della massa monetaria di circa 112 milioni di sterline nel 1948-49 e di 183 milioni nel 1949-50. Durante il primo anno l'azione della Banca riuscì a neutra-

(11) I Buoni del Tesoro furono rimborsati nella misura seguente: 1948-49: 84 milioni di sterline; 1949-50: 15 milioni di sterline.

lizzare in parte le variazioni primarie mentre nel secondo anno si limitò ad impedire l'espansione secondaria. Il rapporto « massa monetaria - spesa nazionale lorda » (che può considerarsi un indice di liquidità anche se molto approssimativo) rimase però costante.

Un ulteriore elemento per valutare la liquidità del mercato è dato dall'andamento dei più importanti tassi di interesse, le cui variazioni possono in un certo modo ricollegarsi alle disponibilità di fondi sul mercato dei capitali.

Come può rilevarsi dalla Tabella III, si sono avuti in questo campo fino al 1950 due sviluppi principali: 1) una ripresa nelle quotazioni dei titoli governativi a breve (rispetto ai livelli piuttosto bassi provocati dalle vendite bancarie del 1947-48); 2) un boom nel settore azionario dopo il settembre 1949. La stabilità dei tassi « regolati » dalle

Autorità monetarie può essere considerata come un riflesso del desiderio ufficiale di mantenere un regime di moneta a buon mercato. Come si può spiegare allora il boom sviluppatosi nel settore azionario?

I motivi più importanti sono stati probabilmente due. In primo luogo il continuo processo inflazionistico può aver provocato una maggiore preferenza del pubblico per i titoli azionari. In secondo luogo la bilancia dei pagamenti costantemente in attivo e l'aumento dei prezzi di esportazione possono aver diffuso un sentimento generale di euforia. Naturalmente non è nemmeno da escludere che una certa quota dell'afflusso di capitali sia passata sul mercato azionario.

Non vi sono prove dirette a sostegno dell'ipotesi che nel 1949-50 gli istituti finanziari o i risparmiatori privati abbiano provveduto ad importanti modifiche nella composizione del loro portafoglio

TAB. III.

TASSI DI INTERESSE (a) E PREZZI DEI TITOLI: GIUGNO 1948 - GIUGNO 1952.

	DEPOSITI A TEMPO VINCOLATI A:				Commonwealth Savings Bank (b)	Buoni del Tesoro %	Titoli governativi		Prezzi delle azioni: indici	
	3 mesi %	6 mesi %	12 mesi %	24 mesi %			a breve scadenza %	a lunga scadenza %	azioni preferenziali	azioni comuni
1948										
Giugno	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	1,00	2,34	3,15	117	148
Settembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	1,00	2,13	3,13	118	146
Dicembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	1,00	2,13	3,13	119	148
1949										
Marzo	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	1,00	2,06	3,13	116	141
Giugno	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,99	3,11	114	139
Settembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,99	3,14	111	139
Dicembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,97	3,13	112	150
1950										
Marzo	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,95	3,13	112	158
Giugno	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,95	3,15	112	162
Settembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,97	3,15	111	169
Dicembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,00	3,17	112	185
1951										
Marzo	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,02	3,27	111	193
Giugno	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,05	3,51	110	202
Settembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,04	3,83	106	184
Dicembre	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	1,99	3,75	101	166
1952										
Marzo	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,00	3,81	97	150
Giugno	0,5	0,75	1,00	1,50	2,00	0,75	2,21	4,62	92	142

(a) I tassi massimi sui depositi a tempo e sui depositi delle Casse di Risparmio sono stati fissati dalla Commonwealth Bank in base alle « National Security (Economic Organisation) Regulations ». L'ultima variazione risale al novembre 1945.

(b) Solamente sulle prime 500 sterline australiane.

FONTE: Finance Bulletins, 1947-48 / 1949-50; Statistical Bulletins della Commonwealth Bank.

titoli. Le società di assicurazione sulla vita vendettero, è vero, titoli governativi, ma si trattò di piccole quantità, mentre i loro acquisti di titoli azionari furono addirittura trascurabili. Per quanto riguarda i risparmiatori singoli, è plausibile che anch'essi, come le società di assicurazione, abbiano investito la maggior parte dei nuovi fondi liquidi in titoli non governativi; ma le fonti statistiche non consentono di precisare l'ordine di grandezza del fenomeno. Nel 1949-50 le nuove emissioni azionarie superarono leggermente quelle del 48-49; 39,1 milioni di sterline contro 38,6 milioni.

In conclusione, sembrerebbe che il motivo principale del boom azionario vada individuato nello ottimismo originato dall'aumento nei prezzi di esportazione e dal continuo andamento favorevole della bilancia dei pagamenti. Il boom azionario costituì in realtà un aspetto del più ampio fenomeno inflazionistico provocato dalla bilancia dei pagamenti in attivo; ma ovviamente esso incoraggiava il lancio di nuove emissioni (stimolando così gli investimenti interni), mentre i guadagni in conto capitale realizzati dai detentori di azioni incoraggiavano il consumo.

Così, nonostante che la Banca Centrale avesse ottenuto nel 1949-50 un certo successo nel frenare l'espansione monetaria, l'economia del paese alla fine del 1950 era esposta ai pericoli di «finanza facile» prevalente nel settore delle nuove emissioni, con le inevitabili conseguenze inflazionistiche in tutto il sistema economico.

III. - 1950-1951: il boom della lana.

6. - Nel 1950-51 la bilancia dei pagamenti si chiuse di nuovo in forte attivo e le riserve valutarie dell'Australia aumentarono di 193 milioni di sterline. I riflessi dell'andamento della bilancia dei pagamenti sulla situazione economica interna furono molto diversi di quelli del 1948-50. Il surplus del 1950-51 non ebbe origine, come era accaduto in larga misura negli anni precedenti, da un afflusso di capitale privato, declinato da 266 a 110 milioni di sterline. Ma la contrazione fu più che compensata dal forte aumento nei prezzi della lana. Il valore delle esportazioni laniere passò da 313 a 633 milioni di sterline e costituì la quota maggiore dell'aumento verificatosi nei ricavi complessivi delle esportazioni (saliti da 594 a 975 milioni). Questi sviluppi, per quanto in parte attenuati da un aumento nelle importazioni, si

ripercossero direttamente sui redditi interni. I redditi agricoli salirono da 548 a 888 milioni.

Anche in questo caso, nel tentativo di attuare una politica di «stabilizzazione», la Banca Centrale poteva limitarsi ad impedire che i fattori finanziari *aggravassero* la pressione inflazionistica originata dalla bilancia dei pagamenti; o poteva fare un uso più audace della politica monetaria e cercare di esercitare un'influenza deflazionistica *riducendo* il consumo e gli investimenti interni.

Quale è stata in realtà la politica seguita? Si veda innanzitutto la Tabella IV che precisa la

TAB. IV.

COMMONWEALTH BANK: DIPARTIMENTO BANCARIO
(milioni di sterline australiane)

	Giugno 1950	Giugno 1951	Giugno 1952
Banconote	231,3	275,2	301,7
<i>Depositi</i>			
— Speciali	440,0	552,3	244,2
— Altre banche commerciali	30,8	29,0	45,2
— Altri (a)	222,4	283,9	281,9
Altre passività	—	15,4	19,3
Oro e valute estere . . .	533,3	714,5	296,7
<i>Titoli</i>			
— Governativi	261,4	256,0	421,9
— Altri	69,2	94,1	59,9
Attività di cassa	14,1	9,8	23,1
Altre attività	61,3	80,5	90,6
Totale attivo	939,5	1.155,8	892,4

(a) Inclusi gli accantonamenti per i rischi.

Fonte: *Annual Report*, Commonwealth Bank.

situazione del «dipartimento bancario» della «Commonwealth Bank dal giugno 1950 al giugno 1952. Su un aumento di 181 milioni nelle attività estere (da 533 a 714 milioni), 112 milioni furono sterilizzati nei «conti speciali» (passati da 440 a 552 milioni). Dato che la massa monetaria in mano del pubblico aumentò di 37 milioni di sterline, queste due voci nel loro insieme hanno assorbito quasi 150 milioni dell'aumento verificatosi nelle attività estere. Altri 6 milioni furono probabilmente assorbiti dall'aumento netto di banconote e depositi presso le banche commerciali. La poli-

tica della Banca Centrale sarebbe stata quindi fortemente restrittiva.

Dal canto opposto le attività interne della Banca aumentarono di 35 milioni; la cifra è peraltro minore dell'aumento verificatosi nella voce «altri depositi», il cui incremento fa diminuire le risorse delle banche commerciali (12). Inoltre, nel novembre 1950 la Commonwealth Bank rese più severi i controlli qualitativi aggiungendo così un ulteriore fattore restrittivo. Sembra tuttavia di poter concludere che la Banca stesse seguendo la meno ambiziosa delle due linee alternative di politica economica sopra ricordate.

7. - Nonostante il modesto aumento nelle riserve di cassa consentito dalla Banca Centrale, le banche commerciali diedero l'avvio ad un forte movimento di espansione: i loro depositi a vista aumentarono di 257 milioni. Tenendo conto dello aumento verificatosi nei depositi a vista delle altre banche che assolvono un servizio di chèques nonché dell'aumento di banconote in mano del pubblico (37 milioni), l'espansione complessiva nella massa monetaria risulta di 340 milioni.

L'incremento dei depositi a vista si tradusse in un aumento dei conti speciali e delle disponibilità di cassa pari a 121 milioni di sterline. Dato che l'aumento nelle disponibilità di cassa fu finanziato direttamente dalla Banca Centrale, l'espansione «secondaria» delle banche commerciali si può valutare dell'ordine di 140 milioni. Di questa cifra, 84 milioni si dovettero ad una creazione netta di credito bancario a favore del settore privato della economia, e 19 milioni a maggiori investimenti in Buoni del Tesoro. Nonostante l'espansione totale della massa monetaria sia stata — come già detto — di 340 milioni, il rapporto «massa monetaria-prodotto nazionale lordo» declinò leggermente.

Sarebbe un errore considerare l'espansione «secondaria» messa in atto dalle banche commerciali come un attivo fattore inflazionistico. Per la maggior parte il movimento di espansione era un necessario riflesso dell'aumento verificatosi nei prezzi delle esportazioni; e proprio sulla base di queste legittime esigenze di breve periodo la Commonwealth Bank consentì un certo aumento nel volume del credito bancario.

(12) L'aumento della voce «altri depositi» implica un mutamento nella composizione delle passività della Banca Centrale di tal natura da ridurre le disponibilità delle banche commerciali.

8. - Vi furono però altri fattori inflazionistici di natura finanziaria la cui presenza non deve essere velata da una considerazione esclusiva data al sistema bancario.

Si osservi di nuovo la Tabella III, che indica l'andamento dei principali tassi d'interesse e delle quotazioni azionarie. Il gruppo dei tassi regolati d'autorità — gruppo che riflette, come già accennato, la volontà delle autorità responsabili — rimase immutato. Sul mercato dei titoli governativi a lungo termine invece si delineò dopo il gennaio 1951 una crescente debolezza. I primi accenni si ebbero nel dicembre 1950, quando una offerta di conversione a $3\frac{1}{8}\%$ — su di un prestito di 129 milioni di sterline al 4% — fu assorbita solamente per 100 milioni. Nell'aprile 1951 vi fu un'emissione di 40 milioni al $3\frac{1}{4}\%$: le autorità si adeguarono in questa occasione alla tendenza generale all'aumento dei tassi espressa dal mercato. Il prestito ebbe successo ma le quotazioni dei titoli pubblici continuarono a cadere. Alla fine di giugno i rendimenti erano di qualche frazione al di sopra del $3\frac{1}{2}\%$. Il regime di danaro a buon mercato nel comparto dei titoli governativi non resisteva alle pressioni inflazionistiche.

Ma se nel settore pubblico il denaro diventava più caro e più scarso, nel settore privato accadeva l'opposto. In altri termini, mentre le quotazioni delle obbligazioni pubbliche cedevano, le quotazioni azionarie aumentavano, e il mercato delle nuove emissioni assumeva un aspetto particolarmente vivace. Durante il 1950-51 il mercato fornì 78,8 milioni di sterline: una cifra superiore del doppio a quella dei due anni precedenti. Il contrasto è altamente significativo; cionondimeno non dà il dovuto risalto ai mutamenti nella disponibilità dei mezzi finanziari a favore del settore privato dell'economia.

La debolezza delle quotazioni obbligazionarie (obbligazioni pubbliche) va in parte attribuita al comportamento dei più importanti investitori istituzionali. Ad esempio, nel 1950-51 le Compagnie di Assicurazione sulla vita videro aumentare i fondi disponibili di 41 milioni. Ma nemmeno una sterlina fu investita in titoli del Commonwealth. Al contrario esse ridussero il portafoglio titoli governativi per 15 milioni di sterline, sia mediante vendite sul mercato aperto sia rifiutando le operazioni di conversione.

Dei 56 milioni così resi disponibili (41+15), 37 milioni furono prestati direttamente al settore

privato dell'economia mentre altri nove furono investiti in obbligazioni industriali ed azioni comuni e preferenziali. I rimanenti 10 milioni furono impiegati per acquistare titoli semi-governativi. In tal modo il mercato dei titoli pubblici non solamente venne a perdere il sostegno che comunemente riceve dalle Compagnie di Assicurazioni, ma fu anzi danneggiato dalla loro politica.

9. — In conclusione, le principali fonti istituzionali di finanziamento cui attinse il settore privato dell'economia nel 1949-50 e nel 1950-51 possono essere sintetizzate come segue:

	1950-51	1949-50
	(milioni di sterline australiane)	
<i>Fondi prestati direttamente:</i>		
Banche	72	21
Assicurazioni sulla vita e Casse di Risparmio	41	30
<i>Fondi prestati tramite il mercato dei capitali: nuove emissioni di</i>		
Azioni ordinarie	66	29
Azioni preferenziali	5	4
Obbligazioni	8	6
TOTALE	79	39

Queste cifre dimostrano che il problema di «razionare» i mezzi finanziari al settore privato dell'economia a fini antinflazionistici non può essere raggiunto limitandosi ad agire sul credito bancario. Il credito bancario costituisce indiscutibilmente la fonte più importante, ma la politica monetaria per essere efficace deve poter influenzare anche il mercato delle nuove emissioni ed il comportamento degli istituti finanziari.

IV. — 1951-1952: la crisi di liquidità.

10. — Nel 1951-52 le riserve valutarie dell'Australia — che in ciascuno dei tre anni precedenti avevano registrato un aumento oscillante tra i 180 e i 200 milioni — diminuirono di ben 464 milioni (13). La causa principale del capovolgimento

(13) Vi sono diversi dati circa le variazioni delle riserve estere. La cifra riportata nel testo è data dalla Commonwealth Bank (Annual Report 1951-52) e dall'Ufficio Centrale di Statistica (Australian Balance of Payments 1951-52, 1952-53 e prima metà 1953-54).

di posizioni va individuata nel crollo dei prezzi della lana. Il valore delle esportazioni di lana cadde da 633 a 324 milioni. I prezzi dei prodotti importati subirono invece un leggero aumento abbassando l'indice della «ragion di scambio» da 184 a 119. La situazione era complicata anche dal fatto che le importazioni continuarono a mantenersi elevate sia perchè risentivano, a distanza, dell'espansione del reddito avutasi nel 1950-51, sia a causa dell'esistenza di un ciclo delle scorte alimentato da prodotti d'importazione (14). La bilancia commerciale, da un surplus di 233 milioni nel 1950-51, raggiunse un deficit di 390 milioni nel 1951-52.

Contrariamente a quanto ci si poteva aspettare l'afflusso di capitali si mantenne agli stessi livelli del 1950-51 (15); inoltre vi fu un prestito della Banca Internazionale di 25 milioni di sterline. Purtuttavia la crisi presentava caratteri di estrema severità e richiedeva da parte della Banca Centrale un rapido e tempestivo rovesciamento di indirizzi. Noi dobbiamo limitarci a questo tema, ma per sopperire in qualche modo al mancato esame delle condizioni economiche generali — sul cui sfondo l'azione della Banca Centrale andrebbe collocata — riportiamo nella Tabella V alcuni indici più significativi dell'andamento congiunturale.

11. — Il problema principale che la Commonwealth Bank dovette risolvere riguardava le riserve di cassa delle banche commerciali, che la caduta nelle riserve valutarie del paese (—460 milioni) aveva sottoposto ad una fortissima pressione. Onde evitare che la crisi di liquidità provocasse riflessi pericolosi sull'intera economia nazionale, la Banca Centrale fu spinta ad agire come «prestatore di ultima istanza» su scala molto ampia. Ma il suo compito era complicato dalla rapidità con cui la crisi si era sviluppata. Il trapasso da una situazione inflazionistica ad una deflazionistica era stato così rapido che la nuova congiuntura sorprese la Banca Centrale ancora impegnata in una attiva politica anti-inflazionistica.

(14) Gli investimenti nelle scorte ammontarono nel 1951-52 a 401 milioni contro 246 milioni nel 1950-51. Si veda su questo punto H. P. BROWN, *op. cit.*, pp. 55-59.

(15) Le valutazioni statistiche di questa voce presentano qualche difficoltà di interpretazione. Sembra peraltro che, per quanto l'afflusso speculativo sia cessato dopo il giugno 1950, non vi sia stato un movimento di deflusso.

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI: GIUGNO 1951-1952.

D A T A	DISOCCUPAZIONE		PREZZI AL DETTAGLIO	GUADAGNI MEDI (sterline per settimana)	PRODOTTO NAZIONALE LORDO	REDDITI AGRICOLI	MASSA MONETARIA	RAPPORTO DELLA MASSA MONETARIA AL PRODOTTO NAZIONALE LORDO (7:5)
	% dei membri delle Trade Unions disoccupati	Persone che ricevono il sussidio						
	1	2	3	4	5	6	7	8
Giugno 1951.	9,8	733	1,833	12,34	3.633	780	1.247	0,34
Giugno 1952.	2,2	5.145	2,206	14,46	3.855	451	1.347	0,35

Fonte: Da colonna 1 a colonna 4: Quarterly Summary of Australian Statistics.
 » » 5 » » 6: National Income White Paper.
 » 7 : Quarterly Summary of Australian Statistics.

stica (16). Anche il bilancio statale aveva un carattere nettamente disinflazionistico; inoltre, proprio nel febbraio 1951 erano stati reintrodotti i controlli sulle emissioni azionarie e obbligazionarie (aboliti nel gennaio 1950) (17).

Come può rilevarsi dalla Tabella IV la caduta nelle «attività estere» della Commonwealth Bank fu di 418 milioni di sterline (714,5 - 296,7). Le attività totali invece caddero solamente di 263 milioni mentre le banconote nelle mani del pubblico aumentarono di 26,5 milioni. La pressione totale sulle riserve bancarie deve essere stata quindi di circa 290 milioni (263 + 26,5) ma fu più che compensata dalla riduzione dei conti speciali (308 milioni) (18). In effetti i saldi liberi delle banche commerciali aumentarono di 16 milioni. Sotto un profilo tecnico quindi la Commonwealth Bank affrontò il problema della liquidità espandendo le attività interne (ivi inclusi i prestiti alle banche commerciali) e consentendo prelievi su larga scala dai conti speciali. La semplicità «tecnica» di queste misure non deve far perder di vista l'abilità e la rapidità con cui la Banca ha agito in una situazione di emergenza.

(16) Commonwealth Bank, *Annual Report*, 1951-52, pag. 7.

(17) Per contenere il boom provocato dall'aumento dei prezzi della lana il Governo: a) cercò di conseguire un saldo attivo di 114 milioni di sterline nel bilancio statale 1951-52; b) introdusse una imposta speciale sui prezzi della lana; c) reintrodusse i controlli sulle emissioni azionarie ed obbligazionarie.

(18) Commonwealth Bank, *Annual Report*, 1951-52, p. 24.

I riflessi delle operazioni della Commonwealth Bank sulle banche commerciali possono essere osservati nella Tabella II. Come può rilevarsi, i depositi a vista declinarono di 64 milioni (1.026,5 - 962,3), e quelli a tempo di 24 milioni (250,2 - 226,3). Nella prima fase della crisi, la più severa, i prestiti della Banca Centrale subirono un'espansione di circa 12 milioni. Durante l'intero anno le banche vendettero circa 39 milioni di titoli (per gran parte alla Banca Centrale). Questi mutamenti, abbinati a 288 milioni di prelievi dai conti speciali, le misero in grado di espandere i crediti alla clientela per un importo di 165 milioni. E quest'espansione a sua volta consentì agli importatori australiani di far fronte ai loro impegni e di finanziare l'aumento, di forti proporzioni e non preordinato, verificatosi negli stocks di merci importate (19).

12. — La crisi di liquidità non solo pose fine al regime di danaro a buon mercato, ma minacciò di provocare addirittura un collasso sul mercato azionario (v. Tab. III). Le autorità monetarie rimasero invece ferme sulle loro posizioni, e cioè favorevoli al mantenimento di bassi tassi d'interesse, come può rilevarsi osservando i tassi «fissati d'autorità», che non subirono modifiche di sorta.

(19) Dato che l'aumento nel volume degli stocks fu di circa 400 milioni, è chiaro che le banche fornirono meno della metà delle disponibilità necessarie. Le imprese cercarono di far fronte alle nuove esigenze mediante una serie di espedienti vari, come la riduzione dei dividendi; il rinvio degli investimenti di capitale fisso ecc.

Per avere un quadro il più possibile chiaro degli sviluppi occorsi sul mercato dei titoli, è necessario tener presente la politica dei gruppi investitori. Abbiamo già detto che nel 1951-52 le banche commerciali vendettero titoli pubblici. Secondo i dati pubblicati dalla Commonwealth Bank le vendite nette — a prescindere dai Buoni del Tesoro — ammontarono a 28 milioni di sterline. Dal canto loro le società di assicurazioni ridussero di circa 11 milioni la consistenza del portafoglio titoli governativi. Le pressioni originate da queste vendite furono rafforzate da un parallelo orientamento del mercato privato che pure fu venditore netto di titoli pubblici per un importo di 35 milioni di sterline. La Banca Centrale si trovò pertanto di fronte all'alternativa di abbandonare immediatamente la politica di danaro a buon mercato o di provocare una monetizzazione su larga scala del debito pubblico (acquistando essa l'imponente massa dei titoli non assorbiti dal mercato ai bassi tassi d'interesse allora in vigore).

La Commonwealth Bank ha successivamente reso noto che in quell'occasione « essa acquistò titoli governativi sul mercato aperto su scala molto maggiore di quanto non avesse fatto negli anni precedenti » (20). Gli acquisti totali sembra siano stati dell'ordine di 108 milioni di sterline. Cionondimeno una difesa efficace del regime di danaro a buon mercato era impossibile, innanzitutto perchè il movimento dei tassi al rialzo aveva già avuto inizio nell'anno precedente, ed in secondo luogo perchè il volume delle vendite era troppo forte. Tutto ciò che la Banca poté fare fu di offrire un qualche sostegno alle quotazioni, necessario sia per salvaguardare la liquidità delle banche sia per impedire un collasso del mercato.

In una situazione del genere il problema di reperire fondi sul mercato si presentava per il governo piuttosto difficile. L'indebitamento totale previsto per l'esercizio 1951-52 era di 225 milioni. I prestiti pubblici fornirono solo 64 milioni. Il divario di 160 milioni fu coperto dalla differenza tra entrate e spese di bilancio (98 milioni), da un prestito della Banca Internazionale (25 milioni) e dal credito della Banca Centrale (45 milioni).

Le difficoltà cui venne a trovarsi di fronte il Governo colpirono anche i privati: le nuove emissioni di capitale caddero a 47 milioni (contro 79

nel 1950-51). Ciò fu in parte la conseguenza della reimposizione dei controlli, ma indubbiamente le quotazioni deboli e cedenti ebbero il loro peso. E questa circostanza non può non avere aumentato la dipendenza del sistema industriale dal sistema bancario.

Nel riandare il comportamento delle Autorità governative e dei privati, ed in particolare il sostegno fornito al mercato dalla Banca Centrale (21), è difficile sfuggire alla conclusione che la crisi fu aggravata dall'aumentata preferenza per la liquidità, che rese estremamente sfavorevole il clima nel quale la Banca Centrale fu chiamata ad operare. Per quanto la massa monetaria ed il prodotto nazionale lordo siano rimasti stabili tra il 1950-51 ed il 1951-52 (22), i tassi dei titoli a lungo termine aumentarono e le quotazioni caddero. Il fenomeno non può essere spiegato sulla base di « sostituzioni » tra categoria e categoria di titoli, ma solamente presupponendo una « fuga » dal mercato finanziario verso il denaro liquido; in altri termini presupponendo un aumento della preferenza per la liquidità.

V. - Considerazioni conclusive.

13. - Il compito della Commonwealth Bank può essere definito in termini di manovra dei prezzi e delle quantità dei mezzi finanziari ai fini della stabilizzazione della congiuntura (23). È stato raggiunto questo obiettivo in Australia tra il 1948 ed il 1952? Esaminiamo prima gli anni « attivi » che vanno dal 1948 al 1951.

A mio giudizio, durante questo periodo la Commonwealth Bank riuscì abbastanza bene ad impedire una larga espansione « secondaria » della massa monetaria ed a contenere entro limiti ragionevoli la creazione del credito bancario a favore del settore privato dell'economia. Per il raggiungimento di questi obiettivi lo strumento dei conti speciali si rivelò particolarmente indicato (24). È stato a volte asserito che i controlli qualitativi sui prestiti bancari consentono troppa scappatoie e che

(21) Accertare se l'azione di sostegno mirasse direttamente a mantenere bassi i tassi d'interesse è un problema che può essere importante sotto certi aspetti ma che non interessa ai fini di questo studio.

(22) Cfr. la Tabella V nel testo.

(23) Vedi la Sez. I di questo articolo.

(24) Un giudizio analogo è espresso da R. R. HIRTS, *Post-war Monetary Policy in Australia*, in « Economic Record », volume XXIX, n. 56, p. 118.

su di essi è stata riposta una fiducia eccessiva. Ma in verità vi sono ben scarse prove a sostegno di questa tesi (25). Le critiche da muovere alla politica della Banca Centrale vanno invece cercate altrove: e precisamente nell'aver trascurato alcune forme di controllo generale finanziario.

Gli investimenti privati possono ricorrere — è ben noto — a tre importanti fonti esterne di finanziamento: il credito bancario, i prestiti dalle istituzioni finanziarie (come le Compagnie di Assicurazioni sulla vita), la vendita di titoli sul mercato dei capitali. La Banca Centrale può controllare direttamente solo la prima di queste tre fonti. Questa limitazione deve considerarsi importante? Osserviamo in proposito gli anni del boom: il 1950 e il 1951.

Gli investimenti privati lordi toccarono nel 1950-51 i 696 milioni. Circa 400 milioni furono raccolti con accantonamenti per ammortamenti e con profitti non distribuiti; altri 62 milioni con trasferimenti di capitale dalle pubbliche Autorità. Rimanevano quindi circa 230 milioni che furono forniti dalle banche commerciali, dalle compagnie di assicurazioni e dal mercato dei capitali nella misura seguente:

	milioni di lire sterline
Prestiti bancari (lordi)	84 (netti, 72 milioni)
Società di assicurazioni e Cas- se di risparmio	41
Emissioni di capitale	79

Queste cifre sembrano dimostrare che le fonti non bancarie ebbero un'importanza considerevole anche in un anno in cui l'espansione del credito bancario fu particolarmente forte (26).

14. - Un altro fattore che influenza gli investimenti è il cosiddetto « credito commerciale ». Se con questa espressione indichiamo solamente le dilazioni di pagamento che le imprese si concedono reciprocamente, evidentemente non possiamo collocare il credito commerciale accanto alle fonti di finanziamento sopra elencate, perchè quest'ultimo non aumenta il potere di acquisto delle imprese

(25) Questa opinione sembra basarsi sul fatto che l'amministrazione decentrata del controllo sulle anticipazioni da parte delle banche principali — spinte dal proprio tornaconto ad aumentare il volume dei prestiti — porta ad una interpretazione eccessivamente blanda delle direttive emanate dalla Banca Centrale.

(26) Nel 1949-50 le nuove emissioni di capitali (40 milioni) furono solo di poco inferiori all'incremento lordo dei prestiti bancari (43 milioni).

considerate nel loro insieme (per lo meno se non in quanto rende attive le disponibilità di cassa oziose). Ciò nonostante, la pronta disponibilità di questa forma di credito, modificando la posizione di liquidità degli imprenditori, non mancherà di influenzarne le decisioni. Secondo calcoli approssimativi il credito commerciale subì nel 1950-51 una forte espansione; e ciò non può non avere aumentato la propensione ad investire (27).

Da quanto ora detto risulta che — a prescindere dal credito bancario — vi erano ulteriori possibilità di influenzare gli investimenti privati: e cioè riducendo la disponibilità dei mezzi finanziari forniti dagli Istituti finanziari non bancari e dal mercato dei capitali, e restringendo le influenze espansive del « credito commerciale ».

Il volume di mezzi finanziari forniti dal mercato dei capitali dipende essenzialmente dalle « condizioni di fiducia » prevalenti nel momento. In Australia questa variabile così sfuggente ed astratta è collegata con un fenomeno molto concreto: i prezzi della lana. Un aumento nei prezzi della lana tende a provocare un aumento nel prezzo dei titoli. A sua volta l'aumento nelle quotazioni azionarie facilita le nuove emissioni e aumenta l'euforia degli operatori. In una situazione del genere, il credito commerciale diventa più facile, le considerazioni di liquidità perdono di importanza e gli investimenti appaiono più attraenti. Se questo schema di ragionamento è esatto se ne dovrebbe dedurre che risultati positivi potrebbero essere ottenuti modificando le condizioni sul mercato dei capitali: cioè riducendo la disponibilità di fondi.

A tal fine una possibilità si presenta immediatamente: la imposizione di controlli sulle emissioni di capitale. Ma — come abbiamo detto — in Australia i controlli furono reintrodotti solo nel febbraio 1951 (28). Di per sé questa lacuna non avrebbe

(27) Quando alcune imprese concedono più credito di quanto ne ricevono si ha una situazione simile a quella provocata dall'attivazione dei saldi oziosi tramite il mercato dei capitali: le imprese assolvono il compito di intermediari finanziari. Lo articolo del Dr. Hall (*op. cit.*) ci informa che per la massima parte dei gruppi industriali il credito commerciale crebbe ugualmente sia dal lato attivo che da quello passivo. In tal caso è più facile pensare che la maggiore disponibilità di credito commerciale abbia fatto decrescere le esigenze di liquidità.

(28) Purtroppo la rimozione dei controlli sulla emissione di capitali coincise con il boom laniero. La decisione fu forse dettata da considerazioni di carattere politico.

(20) *Ibid.*, pag. 24. Cfr. anche il riferimento (*Ibid.*, pag. 20) ai « decisi tentativi fatti dalla Banca Centrale per sostenere il mercato ».

peraltro significato un ostacolo di rilievo per la azione delle autorità monetarie. Nei limiti in cui la sostenutezza delle nuove emissioni era dovuta alla vendita di titoli governativi (29), la Banca Centrale poteva ancora influenzare il mercato, purchè avesse decisamente abbandonato la politica di danaro a buon mercato. Ma il Tesoro non si sentiva di accettare una misura del genere. Ed invece un aperto abbandono della moneta a buon mercato e un deciso rialzo nei tassi dei titoli a lunga scadenza, promosso dall'iniziativa ufficiale, avrebbero non solamente ridotto le vendite di titoli governativi (rendendole svantaggiose per le perdite in conto capitale) ma avrebbero anche attenuato la generale sensazione di euforia del mondo degli affari, e ridotto il volume dei fondi forniti dal mercato dei capitali. Questi due fenomeni a loro volta avrebbero provocato una minore espansione del « credito commerciale » ed una minore monetizzazione del debito pubblico, che nel 1951-52 si verificò invece su larga scala.

Certo, questo schema di ragionamento non può esser spinto troppo lontano, non solo perchè è basato su elementi incerti ma soprattutto perchè la stretta connessione esistente per esempio negli Stati Uniti (30) tra prezzi dei titoli e condizioni delle nuove emissioni, non ricorre in Australia (31). Ciononostante, se una critica può essere mossa alla condotta della Commonwealth Bank durante il 1948-51, io ritengo che questa critica debba essere basata sul fatto che non fu saggio lasciare al mercato l'iniziativa del movimento al rialzo e tollerare un aumento disordinato opponendo una resistenza passiva. Questa conclusione risulta rafforzata dalla considerazione che, in conseguenza della finanza di guerra, la massa dei titoli aveva raggiunto eccezionali livelli, rendendo

(29) È impossibile precisare la misura di questi « spostamenti » separatamente per il gruppo degli investitori non finanziari e dei risparmiatori privati. I dati statistici forniscono solamente le cifre complessive.

(30) Questa stretta connessione è fondamentale, io credo, per la tecnica delle manipolazioni di mercato sostenuta da Hallan Sproul e R. V. Roosa. Si vedano i saggi di questi autori in « Money, Trade and Economic Growth » (New York, 1951). Il saggio del Roosa è stato pubblicato in questa rivista, n. 16, IV trim. 1951.

(31) Si ricordi in proposito l'andamento dei tassi d'interesse e delle quotazioni azionarie nel 1950-51. La relativa avversione del mondo degli affari australiani per il finanziamento obbligazionario costituisce in questo quadro un elemento importante.

così più agevoli le vendite di smobilizzo di ammontare rilevante (32).

Il modo con cui la Commonwealth Bank affrontò la « crisi di liquidità » del 1951-52 non si presta a critiche di qualche peso. La stessa facilità con cui la crisi fu superata è indice eloquente dell'efficacia dell'azione delle Autorità monetarie (33). È vero che i tentativi volti a stabilizzare i prezzi dei titoli furono abbandonati e che si dovette « tollerare » un aumento dei tassi; ma, oltre queste, non vi sono altre critiche consistenti da fare. Andrebbero messi in evidenza gli aspetti positivi. I conti speciali si rivelarono capaci di affrontare con efficacia gli improvvisi mutamenti di congiuntura e devono essere considerati uno strumento a disposizione della Banca Centrale particolarmente indicato alle esigenze dell'Australia.

15. — L'esperienza australiana 1948-52 non solo chiarisce la natura dei problemi monetari che una economia dipendente deve affrontare, ma dimostra in modo inequivocabile che una Banca Centrale fornita di opportuni strumenti di manovra può svolgere in questo campo un ruolo importante. Osservando retrospettivamente le cose è molto difficile credere che le difficoltà cui l'Australia si trovò di fronte sarebbero state superate così rapidamente se al sistema bancario fosse mancata una Banca Centrale con funzioni di guida e di controllo. Una seconda, e non meno ovvia conclusione, è che le tecniche tradizionali della Banca Centrale sono ben poco intonate alle esigenze di un'economia dipendente soggetta ad ampie fluttuazioni nelle riserve valutarie.

Ma anche una terza conclusione, forse un poco più interessante, si può trarre dagli avvenimenti australiani: dato un favorevole ambiente economico ed un certo grado di sviluppo finanziario, più è forte il grado di dipendenza, maggiori saran-

(32) Il fenomeno della vendita dei titoli pubblici è stato naturalmente importante anche per altri aspetti oltre che per il boom azionario. Come abbiamo visto, l'espansione dei prestiti concessi dalle Compagnie di Assicurazione (41 milioni di sterline nel 1950-51) fu reso possibile, per lo meno in parte, proprio da vendite di titoli pubblici. È interessante notare a questo proposito che le Compagnie di Assicurazione giustificavano la vendita di titoli con il desiderio di « normalizzare » la composizione dei loro portafogli.

(33) Cfr. R. R. HIRST, *op. cit.* I tentativi di raggiungere una stabilizzazione interna a fronte di fluttuazioni nelle esportazioni comportano evidentemente forti variazioni nelle riserve estere e quindi nei fondi di cassa delle banche commerciali.

no le possibilità della politica monetaria, e più sarà sentita l'esigenza di una banca centrale. I motivi sono semplici. L'andamento della congiuntura nelle economie dipendenti può mutare — e in realtà muta — con sconcertante rapidità. Ora, la politica fiscale costituisce indubbiamente lo strumento più potente e sicuro di stabilizzazione, ma non si presta ad un rapido impiego. L'azione della banca centrale è invece molto più agile. « Flessibile » è una parola che le recenti discussioni in tema di politica monetaria hanno vuotato di ogni significato preciso. Tuttavia, la politica di una banca centrale è certamente « flessibile » nel senso che è possibile passare con rapidità da un indirizzo inflazionistico ad uno deflazionistico (e viceversa), e che il peso degli interventi può essere rapidamente portato da uno all'altro settore del mercato. E la flessibilità, ciclica o stagionale che sia (34), è un aspetto importante nelle economie dipendenti. Ciò non significa che si debba fare pieno e completo affidamento sulla politica mone-

taria. Ma questa potrebbe costituire — assieme ai controlli sulle importazioni — la prima linea di difesa così da consentire la predisposizione e la attuazione delle misure di politica finanziaria. La politica monetaria non deve però limitare la sua azione ad un solo settore (quello bancario) che è il più facilmente controllabile; ma estendersi ai diversi comparti del mercato, ivi compreso il mercato dei capitali, che giuoca nella congiuntura dei paesi dipendenti un ruolo non meno importante del credito bancario.

DAVID ROWAN

(34) Il problema della flessibilità stagionale, che in Australia è notevolmente importante, non è stato trattato in questo scritto per motivi di spazio. R. R. HIRST (*op. cit.*) non ha mancato di dedicargli la sua attenzione. Negli anni in cui i depositi rimangono in media stabili, i problemi stagionali sono affrontati probabilmente nel modo migliore consentendo fluttuazioni compensatrici nei rapporti delle attività liquide. Ciò lascia la Banca Centrale libera di concentrarsi sui problemi del ciclo.