

Il mercato londinese dello sconto

(Struttura dei tassi e funzione delle Case di sconto)

Il mercato dello sconto di Londra ha già fatto oggetto su queste pagine, alcuni anni or sono, di ampia e lucida trattazione da fonte autorevolissima (1). Se si ritorna oggi in argomento gli è che sono intervenuti, nel frattempo, dei mutamenti di considerevole rilievo: da una situazione virtualmente statica, quale, in fondo, venne allora esposta, si è negli ultimi tre anni e mezzo tornati gradualmente ad uno stadio di flessibilità e di relativa sensibilità che, pur senza potersi raffrontare appieno con quello che, come ci viene descritto, esisteva nel passato, sembra però ripeterne molte caratteristiche.

Vorremmo premettere che, a nostro avviso, nei primi anni di questo dopoguerra il mercato dello sconto di Londra sembrava un poco essere entrato nel novero di quegli argomenti sui quali sogliono indulgere « gli anziani » allorchè magnificano i propri tempi e che « i giovani » usano ascoltare con rassegnato rispetto, seppur con incredulità appena celata. Ne citiamo, a mo' di esempio, qualcuno dei più comuni: la manovra del saggio ufficiale di sconto; la sensibile e stretta interdipendenza tra i vari saggi di mercato; i flussi e riflussi del danaro a breve, calamitato o respinto da differenze percentuali di interesse, magiche correttive dei corsi dei cambi; la « tratta su Londra » magnifico strumento che aveva la virtù di far muovere le merci da un capo all'altro del mondo in anticipo sul regolamento finanziario diretto tra creditore e debitore; le Case di sconto della City, istituti bancari dotati di esperienza e di abilità rare, che

(1) « Il Mercato dello sconto di Londra » di W. T. C. King (Moneta e Credito n. 7, 3° trimestre 1949). Ci si astiene, nel testo, dall'accennare alla evoluzione subita dal mercato dello sconto dalle sue origini ai primi anni del dopoguerra, conoscenza tuttavia indispensabile per chi voglia comprendere a fondo il significato della sua esistenza e il suo meccanismo. Per essa, pertanto, rinviamo i lettori allo studio suaccennato.

rastrellavano danaro ozioso ovunque fosse per impiegarlo, ovunque venisse chiesto, il tutto con un lavoro di cesello espresso in termini di frazioni che aggiungevano una discreta dose di ammirazione e di deferenza per questi indiscussi maestri manipolatori del danaro altrui. L'elenco potrebbe continuare; quando, però, osservatori attenti, scrittori e critici sollevavano qualcuno dei sette veli di cui si ammantava questo mercato cominciarono le disillusioni. Il tasso ufficiale di sconto, immobile da anni — e la manovra? Gli altri tassi, ad esso strettamente connessi da accordi interbancari più o meno taciti — e la flessibilità? Il danaro a breve, fornito ad libitum direttamente o indirettamente dalle Autorità, su semplice richiesta — e le pulsazioni dell'organismo monetario e creditizio? La tratta su Londra, strumento divenuto, sia pure per motivi estranei alle sue intrinseche qualità, sempre più raro, come risultava dalle percentuali nelle tabelle riepilogative dei portafogli bancari — cosa scontava allora il mercato dello sconto? Che pensare, infine, di queste dinamiche Case di sconto burocratizzate al punto — si potrebbe quasi dire — da vivere di stipendio fisso passato loro dalla Tesoreria inglese e dalle Clearing banks e che si « arrangiavano con il lavoro straordinario » dell'arbitraggio sui titoli di Stato a media scadenza?

Le espressioni testè usate potranno apparire un po' crude; esse varranno, per contrasto, a meglio valutare l'importanza di questo mercato che, seppur con una fisionomia alquanto alterata rispetto a quella primitiva, si è da qualche anno ridestato a nuova vita con funzioni, attività e caratteristiche che lo distinguono da qualsiasi altro mercato della specie. Il posto che, malgrado tutte le trasformazioni profonde avveratesi nelle relazioni commerciali e finanziarie internazionali, occupa tuttora nel mondo degli affari la City di Londra non può che aumentare l'interesse di chiunque rivolga la

propria attenzione a qualcuno dei suoi meccanismi vitali, tra i quali va indubbiamente annoverato il mercato dello sconto.

* * *

Una prima domanda. Perchè il mercato dello sconto e il suo fratello siamese, il mercato del danaro, costituiscono una caratteristica così spiccata della piazza di Londra? In fondo, si sconta della « carta » anche a Parigi, Amsterdam o New York ove pure esistono dei mercati del danaro, un « marché de l'argent à court terme », un « geld markt » o un « money market ». Tralasciamo il ben noto argomento che, seppur abbia perduto un po' di forza, è tuttora valido e cioè che Londra, come centro di un impero di materie prime, è altresì il naturale centro di attrazione di tutta la carta o di quelle altre forme di finanziamento che tali merci fanno muovere. A Londra quindi vi sarà sempre il danaro di chi ha venduto e affluirà la richiesta di danaro di chi vuol comperare.

Ma vi sono due aspetti tecnici che non sovente vengono posti nel dovuto rilievo e che invece hanno una grande importanza. Innanzi tutto la esistenza distinta di mediatori in cambiali e in danaro e la loro indipendenza. In altri centri sono i grandi istituti bancari che, in un certo senso e sia pure entro i limiti loro consentiti dalla politica e dall'influenza dell'Istituto di Emissione, fanno un po' il bello ed il cattivo tempo. Chi vorrà scontare cambiali o comunque farsi prestare danaro per un breve periodo oppure offrirne, dovrà farlo alle condizioni che gli imporranno le banche stesse le quali, logicamente, si regoleranno in base alle proprie necessità o altro. Sulla piazza di Londra, invece, sia pure sotto l'occhio vigile del metropolitano di servizio (nella fattispecie, il Discount Department della Banca d'Inghilterra), è tornata ad imperare la legge di mercato che determina i prezzi secondo la qualità della merce e la quantità di danaro disponibile. Con questa premessa, le Case di sconto operano a dei tassi di mercato che applicheranno, seppur con qualche lieve distinzione, alla carta che porti la firma di questa o di quella banca, estera o nazionale, stabilita sulla piazza. Naturalmente ciò non significa che, all'indomani dell'apertura di una banca estera o altra, questa possa subito negoziare la sua firma a condizioni di parità con istituti vecchi di decenni o di secoli; non appena, però, la nuova banca si sarà fatta un nome (« a London name ») non vi sarà più

sensibile distinzione qualitativa (2). Banche del Commonwealth, banche francesi, americane, belghe o altre vedono le loro accettazioni trattate a condizioni generali non molto dissimili da quelle fatte ad una Midland, una Martins, una Hambros ecc.

I sottili criteri che, indipendentemente dalla quantità di danaro in offerta sul mercato, stanno a base della valutazione che le Case di sconto fanno della carta bancaria, sono di ben difficile precisazione: nel distinguere tra banche britanniche e affiliate londinesi di una banca estera (ed un'ulteriore gradazione si ha a seconda che si tratti o meno di banche del Commonwealth) vale innanzi tutto la considerazione che, per quest'ultime, il controllo del capitale azionario è in mani non britanniche; questo elemento potrà poi essere più o meno influenzato dalla quantità di danaro che, notoriamente, la banca in questione presta al mercato. È comunque da ritenere il concetto che la diversità, sia pure minima, di prezzo che le Case di sconto applicano a questa o quella carta riflette una valutazione loro propria non tanto della bontà della firma in se stessa quanto della negoziabilità che quest'ultima ha sulla piazza. Le Case di sconto, data la loro funzione puramente intermediatrice, devono preoccuparsi innanzi e soprattutto di far « muovere » il danaro e la carta che lo rappresenta: cosicchè una qualsiasi banca estera potrà godere della massima fiducia, sotto ogni aspetto, da parte di una Casa di sconto, ma se questa sa o presume di incontrare qualche difficoltà a rivenderne la carta sul mercato (il che significherebbe immobilizzare dei fondi oltre il minimo indispensabile od opportuno) dovrà necessariamente porre dei limiti qualitativi e quantitativi allo sconto della carta che ne porti la firma.

Va inoltre rammentata l'esistenza a Londra di quei tipici istituti bancari britannici che sono le Case di accettazione (« Acceptance Houses » o anche « Merchant banks »), ausilio prezioso del mercato dello sconto come del resto quest'ultimo lo è ad esse. Le Case di accettazione, nel porre la loro firma di accettanti, trasformano automaticamente la promessa del debitore in un impegno

(2) Chè la prassi tacita vuole, per contro, che in un « mazzetto » (parcel) di cambiali date allo sconto, la percentuale di quelle che portano la firma di una banca londinese, non britannica, non debba superare un determinato limite inferiore, beninteso, a quello delle banche inglesi. Per quanto riguarda il tasso, come si accennerà più avanti nel testo, lo scarto sarà minimo.

bancario, ovvero sia la tratta in carta bancaria di prim'ordine (« fine bank bills ») come tale riconosciuta dalla Banca d'Inghilterra (3) con tutte le conseguenze pratiche che riteniamo superfluo rammentare. Si può dire quindi che esse creino una delle materie prime di ottima qualità con la quale il mercato dello sconto lavora; d'altra parte, se le Case di accettazione, data la relativa scarsità di mezzi propri, non avessero a disposizione un mercato dello sconto per il cui tramite monetizzare rapidamente la propria firma, dovrebbero ridurre la loro attività e di altrettanto diminuire quella concorrenza che esse esercitano nei confronti dei grandi istituti bancari e che, alla lunga, tanto contribuisce a premere sul livello dei saggi di interesse della piazza di Londra. Case di accettazione e Case di sconto vengono pertanto ad attenuare quella situazione di monopolio che i grandi istituti — di fatto, le Clearing banks — grazie alla massa crescente dei mezzi a loro disposizione finirebbero per avere. Per quanto riguarda in modo particolare le Case di sconto, può anzi sembrare un po' paradossale il fatto che la loro fonte principale di fondi sia costituita proprio da quegli istituti (le Clearing banks) la cui influenza sul commercio e sull'industria esse contribuiscono a moderare. Ma le Clearing banks, come meglio si vedrà più avanti, vi hanno a loro volta il proprio tornaconto; altrettanto dicasi delle Autorità per le quali — data la prassi del sistema bancario inglese di non ricorrere al risconto presso l'Istituto di Emissione se non eccezionalmente — le Case di sconto costituiscono, tra l'altro, l'anello di congiunzione con il mercato e lo strumento per agire sulle condizioni del credito. Può darsi infine — come si notava recentemente nel bollettino trimestrale di una Clearing bank (4) — che sia accetto a molti il pensiero che venga così evitato un controllo troppo accentratore della economia nazionale da parte di un esiguo gruppo di potenti istituti bancari che, a loro volta, potrebbero facilmente soggiacere ad un forte controllo governativo. Non sembra quindi azzardato concludere che è proprio questo complesso di circostanze e di correttivi a rendere così attraente la piazza di Londra

(3) Tale riconoscimento, che implica la riscontabilità automatica presso l'Istituto di Emissione, vale però soltanto nei confronti delle 17 Case di accettazione affiliate allo Accepting Houses Committee.

(4) Barclays Bank Review, febbraio 1955, « The Discount Market ».

e ad attribuirle quella caratteristica di mercato mondiale che nettamente la distingue da altri centri.

L'altro aspetto cui vogliamo accennare è il seguente: esempio — ritienesi — raro, le banche di Londra non debbono andare alla ricerca costante di un impiego immediato e liquidissimo di proprie disponibilità in temporanea eccedenza e non devono quindi sottostare all'alea o al beneplacito di chi può averne necessità. Ciò viene espresso definendo Londra un « lenders' market » e non un « borrowers' market » — un mercato cioè che favorisce maggiormente, sotto questo particolare punto di vista, chi ha danaro da impiegare che non chi ne voglia prendere a prestito. Il mercato dello sconto, dall'inizio alla fine di ogni giornata lavorativa, è al servizio delle banche sollecitandole discretamente ad impiegare, senza il benchè minimo rischio, quelle proprie disponibilità liquide da esse ritenute per il momento inutilizzabili, ma pur sempre immediatamente riottenibili in caso di bisogno nel corso della giornata o, al più tardi, il mattino seguente. Sotto questo aspetto, si potrebbe quasi dire che le Case di sconto stanno alle banche ordinarie come queste ultime stanno alla clientela. Questa deve, di regola, poter contare sulle banche per depositarvi e ritirarne danaro ad ogni momento percependo nell'intervallo e a determinate condizioni, un interesse. Così le banche rispetto alle Case di sconto, le quali ultime devono, in principio, essere pronte a fare da contropartita — o meglio ancora a proporla senza attendere di esserne richieste — a quelle offerte che le prime desiderino effettuare (5). Una serie di regole tacite o espresse, vuoi di consuetudini, fa sì che questo delicato meccanismo, nel quale ciascuno trova la propria convenienza, operi senza scosse violente. In altri termini, il mercato dello sconto di Londra funge, per così dire, da « cuscinetto a sfere » tra disponibilità e impieghi, consentendo un moto pressochè continuo tra le une e gli altri ed evitando gli attriti, gli ingorghi e le fasi di inerzia. Esso egualmente realizza, al limite estremo possibile, una delle aspirazioni di ogni

(5) Beninteso, nella pratica quotidiana vi sono dei limiti a questa possibilità di servizi che le Case di sconto offrono alle banche ed il caso estremo si presenterebbe quando, in condizioni di danaro estremamente abbondante, la Casa di sconto avesse esaurito le sue scorte di titoli da offrire in garanzia per ulteriori prestiti. In una situazione siffatta, però sarebbe — come si vedrà più avanti nel testo — probabile un intervento discreto delle Autorità per ridare mobilità al mercato.

banchiere che è quella di tenere costantemente ridotte al minimo le disponibilità infruttifere del proprio istituto, sempre assicurando alla zona marginale direttamente superiore un grado massimo di liquidità.

* * *

Si sente sovente far menzione della « struttura dei tassi del mercato monetario » di Londra e del sistema capillare che la interseca. Si è inoltre già accennato, in materia di tassi, alla loro cosiddetta « flessibilità » — termine di cui da qualche tempo si fa uso e financo un po' abuso; per ben chiarire talune idee prima di procedere oltre, discorriamo brevemente dell'una e dell'altra. La varietà dei tassi è considerevole ma si ritiene sufficiente, allo scopo indicato, soffermarci sui principali di essi che possono essere elencati come segue:

- tasso ufficiale di sconto;
- tasso dei depositi bancari;
- tassi del danaro a breve;
- tasso delle cambiali del Tesoro;
- tassi di sconto del mercato.

I primi due sono tassi passivi per tutto il sistema bancario; i rimanenti possono essere attivi o passivi a seconda rispettivamente di chi dà o prende danaro in prestito oppure di chi acquista o vende la carta rappresentativa di un credito (verso lo Stato, una banca od un privato). Pure partendo dall'ovvio presupposto che il loro significato sia ben noto si ritiene opportuno precisare ulteriormente quanto segue:

a) per tasso dei depositi bancari si intende quello minimo concordato dalle Clearing banks per depositi a preavviso, attualmente a $2\frac{1}{2}\%$ per sette giorni (in relazione al loro numero le Clearing banks raccolgono la proporzione più elevata di depositi, ma questi affluiscono in ammontare considerevole anche a tanti altri istituti, a condizioni non note ma indubbiamente, di regola, più remunerative);

b) per tasso del danaro a breve (o « call money rate ») va inteso quello minimo applicato dalle Clearing banks per prestiti a vista alle Case di sconto (come meglio precisato in appresso);

c) per tasso delle cambiali del Tesoro s'intende quello che risulta dalle aste settimanali (o « tender », da cui « tender bills » o « bills by tender »)

(6) quale media tra le varie offerte e principalmente tra quella globale delle Discount Houses — riunite all'uopo in Sindacato — e quelle del resto del mercato. Tale tasso appare ogni sabato nei comunicati sulla stampa finanziaria ove viene indicato, fra l'altro, il prezzo effettivo offerto dal sindacato per ogni L. 100 di capitale nominale di cambiali a 91 giorni, nonchè il saggio medio di sconto, espresso in sterline, scellini e pence, calcolato in ragione d'anno per l'intera emissione. Nella terminologia della piazza di Londra si ha però anche l'espressione « bill rate » (la quale, poi, può distinguersi in « Treasury bills rate » ed in « bank bills rate ») che si applica al tasso di sconto al quale le Case di sconto « vendono » sia cambiali del Tesoro sia accettazioni primarie di banca (o « fine bank bills ») in generale con decorrenza residua che va all'incirca da 60 a 90 giorni.

d) per tassi di sconto del mercato (o « discount rates ») infine, si allude a quelli cui sono negoziabili a Londra (ovverossia, ai quali sono « acquistati » dagli istituti della piazza, siano essi banche ordinarie o Case di sconto) quei tipi di carta (bancaria o commerciale) che possiedono i requisiti necessari per essere accolti dall'Istituto di emissione vuoi per lo sconto vuoi in garanzia contro prestiti.

I tassi testè elencati costituiscono, per così dire, i fili principali sul cui ordito viene tessuta la trama. L'opportunità dapprima, l'esperienza e la consuetudine in appresso hanno sviluppato tra di essi una reciprocità di rapporti non però necessariamente costante chè anzi le variazioni sono state numerose e frequenti — e tutte rivolte alla ricerca di un equilibrio tra le funzioni che ciascuno di essi tendeva ad esplicare. A base del sistema è il saggio ufficiale di sconto dell'Istituto di Emissione, ovverossia il prezzo d'imperio imposto al mercato allorchè questi non è riuscito, con i suoi mezzi, a chiudere a pareggio le partite del dare e dell'avere. La struttura dei tassi consiste quindi nell'equidi-

(6) Da distinguere dai « tap bills » o « bills on tap » o « bills through the tap » (letteralmente « al rubinetto ») che vengono emessi direttamente al fine di consentire l'impiego temporaneo di disponibilità in eccedenza, a favore di dipartimenti ministeriali o di istituti ufficiali od ufficiosi quali il Dipartimento di Emissione della Banca d'Inghilterra, il Fondo di Stabilizzazione dei Cambi ecc. Dette cambiali non hanno data fissa di scadenza e di esse non si conosce nè l'ammontare in essere (solo per via induttiva calcolato a circa la metà del totale dei « tender bills ») nè l'interesse (supposto, comunque, di molto inferiore a quello delle cambiali all'asta).

stanza che essi devono riuscire a mantenere e verso il saggio ufficiale* e tra di loro al fine di permettere l'equilibrio delle partite, evitando o riducendo al minimo il ricorso all'Istituto di emissione. Così il tasso dei depositi dovrà essere fissato ad un livello tale da risultare attraente per chi abbia disponibilità superiori al fabbisogno immediato, ma allo stesso tempo non sproporzionalmente oneroso per l'istituto che lo deve corrispondere; d'altra parte, nel calcolo, dovrà anche entrare la possibilità che, ai fini di eventuali rimborsi, si debba ricorrere a smobilizzi di attività, onde l'attenzione costante rivolta a mantenere un adeguato rapporto rispetto al tasso ufficiale che su dette attività maggiormente influisce. Identico è il discorso sui tassi del « call money » per la cui determinazione si dovrà tener presente la estrema liquidità del danaro così impiegato; da parte loro le Case di sconto, per le quali il « call money » è una delle principali materie prime, devono tener l'occhio fisso sull'interesse dei Treasury bills (chè la differenza fra i primi e quest'ultimo è di grande importanza per il maggior o minor lucro che ad esse può derivare), ma la costante è pur sempre il saggio ufficiale di sconto che, nella fattispecie, oggi rappresenta il prezzo che esse sarebbero costrette a pagare per i prestiti, della durata minima di sette giorni, da richiedere all'Istituto di emissione, allorchè in fine di giornata non avessero trovato sul mercato quel tanto di danaro loro ancora occorrente per pareggiare la situazione quotidiana.

Da questi pochi accenni sommarî traspare tutta la importanza del saggio ufficiale di sconto le cui variazioni influiscono direttamente su alcuni tassi principali di mercato e, per il tramite di quest'ultimi, su tutti gli altri che completano la tela.

Passiamo ora rapidamente ad esaminare i rapporti che intercedono tra questi vari tassi.

* * *

È innanzi tutto da notare che anche nel passato periodo di massima flessibilità, quando cioè le Autorità ricorrevano alla manovra del saggio ufficiale di sconto per influenzare in via diretta ed immediata tutta la struttura del mercato monetario, alcuni tassi fondamentali (o « key rates ») non venivano determinati dalle libere forze ivi operanti: erano bensì « concordati » in intese interbancarie, seppur in funzione di altri tassi. Tradizionalmente, pertanto, sia il saggio dei depositi bancari sia

quello del danaro a breve vennero « fissati » di concerto tra le Clearing banks, ciascuno ad un determinato margine al disotto del tasso ufficiale di sconto, eppoi variati ad ogni mutamento di quest'ultimo, ma non sempre in misura tale da mantenere questo margine costante.

Il primo accordo sul tasso dei depositi risale alla metà circa del secolo scorso mentre, per il secondo, occorre attendere fino al primo dopoguerra. Nel primo caso il margine, fissato inizialmente a 1% al disotto del tasso ufficiale di sconto, si allargò successivamente fino ad un massimo di 2%, ma la regola divenne di 1½% che ritroviamo nell'ottobre 1951, all'avvento cioè del Governo conservatore. Il tasso minimo del danaro a breve (7), anch'esso fissato all'inizio ad 1% al disotto del saggio ufficiale, mantenne durante qualche tempo anche un margine di 1% al disopra del tasso dei depositi, assumendo quindi, per alcuni anni, una posizione intermedia tra quest'ultimo ed il saggio ufficiale. Dopo alterne vicende, però, esso finì per portarsi allo stesso livello del tasso dei depositi dove lo ritroviamo nell'ottobre del 1951. A tale epoca quindi, con il saggio ufficiale di sconto a 2%, il tasso dei depositi e il tasso minimo del danaro a breve, contro garanzia di cambiali del Tesoro, erano ambedue a ½%.

Il fatto che questi due tassi (di cui uno passivo e l'altro attivo) applicati dalle Clearing banks, fossero allo stesso livello può sembrare un'anomalia; ed in realtà lo era, ma ciò era anche la conseguenza della politica di « cheap money » perseguita da tempo e rafforzata nei primi anni di questo dopoguerra sotto il Governo laburista. Quando il tasso ufficiale di sconto venne portato a 2% quello sui depositi non potè, per ovvi motivi, scendere sotto a ½%; anzi, con il Cancelliere Dalton esso divenne addirittura il massimo consentito. D'altra parte, con un interesse sui Treasury bills immobilizzato a ½%, il massimo che le Clearing banks potevano chiedere alle Discount Houses per il danaro che esse prestavano loro per finanziare gli acquisti non poteva certo superare quello che, a loro volta, le Discount Houses percepivano dal Tesoro britannico. Rivendendoli, dopo qualche giorno dall'acquisto alle aste, ad un tasso infinitesimalmente inferiore le Discount Houses riuscivano a non incorrere in perdite mentre, come noto,

(7) Dei tassi del danaro a breve si considera, per ora, solo quello contro garanzia di cambiali del Tesoro.

la loro principale seppur modesta fonte di lucro si era spostata alle operazioni di compra-vendita di « bonds » (8). D'altra parte se le Clearing banks rinunciavano teoricamente a percepire un utile sul danaro che prestavano alle Discount Houses non è che lo facessero per spirito di altruismo: in primo luogo non tutti i depositi presso di esse erano ad interesse; in secondo luogo — come meglio si specificherà più avanti — avevano un proprio tornaconto a mantenere in vita un organismo di particolare utilità quale il mercato dello sconto.

Vediamo ora come questi due tassi hanno seguito gli aumenti del saggio ufficiale di sconto dal 1951 alla fine di febbraio 1955:

ALCUNI TASSI D'INTERESSE DELLA PIAZZA DI LONDRA
(in percentuale annua)

	TASSO UFFICIALE DI SCONTO	TASSO SUI DEPOSITI	TASSI DEL DANARO A BREVE PER PRESTITI CONTRO GARANZIA DI:		
			Cambiali del Tesoro	« Bonds » (a)	Cambiali Commerciali
2 novembre 1951 . . .	2	1/2	1/2	3/4	3/4
31 dicembre 1951 . . .	2 1/2	3/4	3/4	1 1/8	1 1/4
21 marzo 1952	4	2	2	2 1/2	2 1/2
25 settembre 1953 . . .	3 1/2	1 3/4	1 3/4	2 1/8	2
21 maggio 1954	3	1 1/4	1 1/4	1 5/8	1 1/2
4 febbraio 1955	3 1/2	1 1/2	1 3/4	1 3/4	1 3/4
4 marzo 1955	4 1/2	2 1/2	2 3/4	2 3/4	2 3/4

(a) Titoli di Stato (comunemente noti anche sotto il nome di « shorts ») con scadenza fino ad un massimo di cinque anni.

La tabella consente i seguenti rilievi principali:

— dal novembre 1951 al maggio 1954, tasso sui depositi e tasso dei prestiti al mercato contro « Treasury bills » hanno subito le stesse contemporanee variazioni — e il margine al disotto del saggio ufficiale è aumentato per ambedue da 1½% fino a 2% per scendere poi a 1 3/4% (3 - 1½%). Agli ultimi due aumenti del saggio ufficiale, però, rispettivamente a 3½% e 4½% nel gennaio e febbraio del 1955, questo margine ha variato in misura differente nei due casi: è salito a 2% per il tasso dei depositi, mantenendosi invece a 1 3/4% per l'altro:

— i margini per i tassi dei prestiti contro « bonds » e contro cambiali commerciali hanno invece variato autonomamente ed in misura diversa

(8) Vedi articolo di W. T. C. King già citato.

l'uno dall'altro seppur con il risultato finale che attualmente essi si trovano allo stesso livello del tasso dei « Treasury bills »; si constata difatti da ultimo che

— nel 1955, è scomparsa quella discriminazione che si era a suo tempo formata, per i prestiti contro questi tre diversi tipi di carta, a seguito del livellamento tra tasso dei depositi e tasso del danaro a breve.

Occorre altresì rilevare — per quanto non appaia dalla tabella — che dal settembre 1953 la Banca d'Inghilterra ha egualmente soppresso una discriminazione che aveva introdotto circa due anni prima: lo « special rate » o « penal rate », di ½% al disotto del « Bank rate », al quale prestava danaro al mercato, sempre per un minimo di sette giorni, purchè la garanzia fosse costituita da « Treasury bills ». (Chè se invece le Discount Houses le avessero portato « bonds » o « commercial bills » il tasso sarebbe stato quello ufficiale di sconto vero e proprio). In questo modo le Autorità ottennero, in via transitoria, un rincaro del danaro senza che ciò costasse troppo al Tesoro: è evidente difatti che se il cosiddetto « penal rate » fosse stato identico al saggio ufficiale di sconto vero e proprio anche per i prestiti contro garanzia di Cambiali del Tesoro, le Discount Houses sarebbero state forzate, come misura precauzionale, ad abbassarne il tasso di offerta alle aste (aumentando cioè l'interesse annuo) al fine di mantenere un adeguato margine con il tasso della Banca d'Inghilterra.

Il periodo coperto dalla tabella rappresenta, per la maggior parte e cioè fino all'inizio del 1955, una fase di aggiustamenti successivi, ma sarebbe improprio parlare digià di « flessibilità »; ad ogni cambiamento del saggio ufficiale di sconto gli altri tassi vi si adattavano rapidamente rimanendo però poi immutati fino alla successiva variazione. In un articolo apparso all'inizio del corrente anno, l'Economist (9) ha financo ritenuto che « durante tutto il primo triennio da quando le Autorità hanno cautamente ricominciato ad elevare il saggio ufficiale di sconto, immobile da tanto tempo, il maggiore ostacolo alla piena ripresa dei sensibili strumenti regolatori del credito è stato costituito dalla rigidità nella tecnica e nelle abitudini di pensiero del sistema che le banche commerciali avevano sviluppato nel periodo in cui lo strumento

(9) The Economist, 8-1-1955: « Towards Flexible Money ».

del saggio ufficiale di sconto era stato messo in disparte ed in cui le Autorità avevano abdicato al loro ruolo tradizionale di controllo del volume della moneta». Inoltre, sempre nel triennio indicato, la Banca d'Inghilterra ha continuato a venire sovente « in aiuto del mercato » con le cosiddette « operazioni di appianamento » (« smoothing out ») fornendogli, per tramite diretto o indiretto, fondi in modo da evitargli il ricorso al « tasso punitivo ».

La principale differenza con il passato consisteva nel fatto che, prima, l'intervento era automatico: bastava cioè che le Discount Houses facessero conoscere che non riuscivano a trovare sul mercato danaro sufficiente per pareggiare la loro posizione quotidiana, perchè la Banca d'Inghilterra intervenisse (tramite un proprio agente noto sotto la denominazione di « special buyer » che era poi — come lo è tuttora — una delle Discount Houses minori) aiutandole sia direttamente (acquistando cioè in pratica da loro Treasury bills ai prezzi di mercato) sia indirettamente (facendo cioè la stessa operazione con le Clearing banks e consentendo così a quest'ultime, di cui avevano in tal modo aumentato le disponibilità liquide, sia di prestare danaro fresco sia di non richiamare prestiti precedenti). Nel caso inverso, di sovrabbondanza cioè di disponibilità liquide per cui anche offrendo tassi d'interesse decrescenti il sistema bancario non fosse riuscito a collocare danaro presso le Discount Houses, le Autorità intervenivano riassorbendo questa eccedenza, vendendo cioè Treasury bills sia direttamente alle banche sia alle Discount Houses onde rifornirle di titoli da dare in garanzia contro ulteriori prestiti.

Col nuovo sistema la Banca d'Inghilterra ha continuato ad intervenire, « di fatto », nello stesso modo: essa però opera a sua discrezione, a dei tassi variabili grazie ai quali poteva quindi esercitare delle pressioni sia in un senso sia nell'altro. Di fatto, ancora, essa ha graduato lentamente questa sua nuova politica intervenendo dapprima e per parecchio tempo con relativa facilità e frequenza, tanto da forzare solo in casi sporadici il ricorso ad essa (10). È solo verso la fine del 1954

(10) Si rammenta altresì un altro mutamento di consuetudini: nel passato la Banca d'Inghilterra soleva distinguere tra carta presentata per lo sconto e carta datale semplicemente in garanzia per prestiti, applicando in questo secondo caso un $\frac{1}{2}\%$ al disopra del saggio ufficiale. Questa distinzione non vige più attualmente e l'Istituto di emissione, per qualsiasi ricorso ad essa, applica, in modo uniforme, il tasso ufficiale di sconto corrente.

ed ancor più dopo il secondo rialzo del saggio ufficiale, nel febbraio 1955, che il torchio è stato stretto e che il mercato si è reso conto che i tempi facili erano cessati. Per la verità, esso non ha atteso passivamente a far ciò fino all'ultimo momento; messo sul chi vive da talune velate dichiarazioni ufficiali e da alcuni indizi premonitori aveva cominciato, a partire dal novembre 1954, ad abbassare il prezzo di offerta alle aste settimanali dei Treasury bills, quale misura precauzionale contro quel rincaro dei tassi del danaro e contro quelle perdite di portafoglio che un eventuale rialzo del saggio ufficiale avrebbe comportato.

Come noto, tali previsioni sono state confermate dai fatti. Così, alla vigilia del (secondo) aumento a $4\frac{1}{2}\%$ del tasso ufficiale e quando il tasso minimo del « call money » era ancora a $1\frac{3}{4}\%$, l'interesse annuo sui Treasury bills era digià salito a circa $2\frac{5}{16}\%$, dal quale livello fu poi immediatamente e più agevolmente portato a $3\frac{13}{16}\%$, mentre il « call money » saliva ad un minimo di $2\frac{3}{4}\%$.

Non può dirsi, però, che queste precauzioni abbiano reso più facile la situazione per le Case di sconto. Si è già detto all'inizio che i tassi elencati erano soltanto quelli principali. Per esempio, quello del « call money » di cui finora si è discusso è soltanto quello minimo concordato con le Clearing banks, ma non è affatto il solo. Quando si parla di « call money » si intende sempre danaro di massima « restituibile su semplice richiesta », ma su quello che può considerarsi come il totale complessivo dei prestiti che una Clearing bank è disposta ad accordare ad una Discount House vi è una frazione da ritenere costante ed alla quale si applica appunto il tasso minimo. Per ben chiarire, sarà utile ripetere che anche per questa frazione il danaro è sempre prestato « on call » (e cioè a condizione di poter essere riottenuto su domanda): di fatto, però, questi prestiti sono rinnovati tacitamente e automaticamente per cui assumono quella caratteristica di costante testè accennata. Sul resto, invece, al quale si attribuiscono le varie denominazioni di « day to day », « overnight », « bad », « made money », ecc. e che è prestato sia effettivamente per 24 ore sia financo dal pomeriggio al mattino seguente oppure fino ad una data determinata (in tal caso denominato « fixtures »), si ha tutta una gradazione di tassi che variano e dipendono dalle condizioni del momen-

to (11). E sono proprio questi tassi che, superiori logicamente a quello minimo e fluttuando quotidianamente anche di ora in ora, stanno restituendo al mercato quella elasticità che per lungo tempo gli era stata sottratta.

In questi ultimi tempi le Case di sconto si sono volenti o nolenti, assuefatte all'idea che la Banca d'Inghilterra non sarebbe venuta loro incontro spontaneamente: esse quindi sono state di nuovo indotte a esercitare con maggior acume il proprio giudizio circa l'atteggiamento quotidiano da assumere.

* * *

A miglior intendimento della funzione che esplicano le Case di sconto, non sembra superfluo, a questo punto, aprire una breve parentesi per fare una sommaria descrizione pratica della loro normale attività quotidiana (12).

Ogni mattina, non appena giunti in ufficio, i Direttori, assistiti dai loro collaboratori, esaminano il libro della giornata in modo da farsi un'idea preliminare della situazione di cassa. Dal lato « uscite » troveranno le somme da pagare per le Cambiali del Tesoro che, all'asta del precedente venerdì, sono state acquistate con scadenza per quella data giornata — e lo stesso dicasi per i « bonds », pure acquistati per quel giorno; vi saranno in aggiunta alcuni prestiti bancari i quali — già si sa — dovranno essere rimborsati in giornata. Dal lato « entrate » figurerà la lista di quelle cambiali del Te-

(11) Nelle trattative quotidiane tra banche e Case di sconto non è sempre necessario mutare effettivamente i saggi di interesse: basta talvolta, per raggiungere lo stesso fine, spostare un determinato ammontare da una categoria all'altra. Per chiarire il concetto si può supporre, a titolo di esempio, che una Clearing bank abbia convenuto di accordare ad una Discount House prestiti « on call » fino ad un milione di sterline, di cui £ 250 mila al tasso minimo di $2\frac{3}{4}\%$ e le rimanenti £ 750.000 in tranches di £ 150.000 ciascuna a tassi crescenti di $2\frac{7}{8}\%$, 3% , $3\frac{1}{8}\%$, $3\frac{1}{4}\%$ e $3\frac{1}{2}\%$. Nel caso di scarsità di danaro essa potrebbe allora convenire o di aumentare l'interesse sull'ultima tranche da $3\frac{1}{2}\%$ a $3\frac{5}{8}\%$ oppure di non prestare, a 3% , che lire £ 50.000 ed accrescere a £ 250.000 la tranche di $3\frac{1}{8}\%$. La Banca, in definitiva, calcolerà l'« overall rate » (o tasso medio) al quale presta il suo danaro « on call » alla Discount House e nel caso questi risulti o troppo basso o troppo elevato procederà, d'intesa con la Discount House, a degli aggiustamenti interni in modo da ottenere, nell'insieme, il risultato desiderato.

(12) Si è ampiamente attinto, per la descrizione del testo, ad un esposto fatto tempo addietro dal Presidente di una Discount House, nel corso di una conferenza tenuta al personale di una banca del Commonwealth.

soro che vengono a scadenza oppure il ricavo dei « bonds » venduti per quel giorno. Tenendo presenti questi dati nonché altri fatti concernenti eventuali movimenti di fondi (quale, ad esempio potrebbe essere il pagamento di cedole di determinati titoli pubblici ecc.) i rappresentanti delle Case di sconto cominciano alle 10 il loro giro mattutino nelle banche. Nella City vi sono ben oltre cento banche che prestano danaro al mercato dello sconto ed ogni Casa ne visita quotidianamente gran parte. Con una media di 5-6 rappresentanti ciò significa, per ciascuno di essi, almeno una diecina di banche da avvicinare nello spazio di circa un'ora e mezza.

È stato recentemente messo in dubbio se questo passeggiare e queste visite quotidiane di uomini in cilindro e giacca nera — nota che se non proprio di colore è ancora oggi tanto caratteristica della City — non siano divenute anacronistiche e non coinvolgano una perdita di tempo che potrebbe essere risparmiata con un maggior uso del telefono. L'opinione generale è per la negativa. Elemento tradizionale a parte, si ritiene che in un settore in cui la fiducia ha ancora tanta parte, il contatto personale abbia meriti non sostituibili; beninteso non si presterà di più o ad un tasso più favorevole ad una Casa di sconto solo perchè il suo rappresentante ha una fisionomia più simpatica o un modo di esprimersi più spigliato; si ritiene tuttavia che poche parole, anche se in fretta ma scambiate guardando materialmente in viso una controparte che si conosce di persona da tempo, offrano psicologicamente una garanzia superiore ad una conversazione telefonica. Si ritiene inoltre — con mentalità tutta anglo-sassone — che solo da quotidiani contatti personali si possa sviluppare quella imponderabile e impalpabile rete di rapporti che danno appunto sensibilità e agilità a questo mercato sui generis (13). Si può aggiungere però che solo la concentrazione fisica della City nel « miglio quadrato » consente a questo sistema di

(13) Il seguente episodio è illustrativo: tempo fa il rappresentante di una Discount House deponeva sul tavolo di una banca un mazzetto di cambiali domandando un prestito giornaliero di £ 100.000 che gli venne istantaneamente concesso senza neppure procedere ad un qualsiasi esame delle cambiali. Un osservatore estraneo chiese poi al banchiere su quali criteri di valutazione avesse basato la propria decisione. « Nessuno » fu la risposta. « Come ritenete allora che quelle cambiali valgano per lo meno £ 100.000? » « Non lo potrei dire » proseguì il banchiere « ma conosco il mio uomo e ciò mi basta! ».

rendere i suoi frutti e di non risolversi effettivamente in una eccessiva perdita di tempo.

Per tradizione, i rappresentanti delle Case di sconto hanno nelle banche libero e diretto accesso nella stanza del competente servizio il cui direttore, digià a detta ora, deve conoscere approssimativamente la posizione di liquidità per la giornata ed essere quindi in grado di dire al rappresentante della Discount House se il suo istituto intende mantenere inalterato il totale dei prestiti già concessi, oppure aumentarlo o diminuirlo. L'unità di contrattazione è di mille sterline, per cui l'espressione: « I am calling 25 » significa che la banca richiede alla Discount House di rimborsarle £ 25.000; l'espressione « Would you like a hundred fresh? » significa che la banca sarebbe disposta ad aumentare il suo prestito di £ 100.000.

La banca visitata potrebbe egualmente — oltre a decidere se mantenere inalterato o diminuire il « money on call » — desiderare di acquistare dalla Discount House delle Cambiali del Tesoro o delle accettazioni bancarie. Ed ecco, ad esempio, una delle varie espressioni usate: « I would like to buy 750 second half Jans at 7/8 plus a hundred banks » il che, in parole piane, significa che la banca sarebbe disposta ad acquistare per £ 750.000 di cambiali del Tesoro con scadenza compresa tra il 16 e il 31 gennaio ad un prezzo equivalente ad un tasso di sconto annuo del 3 7/8% — nonché per circa £ 100.000 di cambiali commerciali. (L'espressione « banks » non significa che debbano tutte essere accettazioni di banca, ma in generale si intende che lo debbano essere per una proporzione molto elevata) (14).

Tra le undici e mezzogiorno, questi rappresentanti cominciano a tornare in ufficio e ciascuno annota rapidamente su un registro comune (una specie di « brogliaccio » o di « prima nota ») gli affari conclusi nel proprio giro. Così, sul lato « uscite » viene riportato l'ammontare dei prestiti di cui le banche hanno chiesto la restituzione op-

(14) In una nota, ad esempio, inviata alla propria clientela da una Discount House, la Gillett Bros., si legge quanto segue: « Il tasso (« bank bill rate ») riportato sul cartoncino che Vi inviamo di tanto in tanto si riferisce a tratte emesse su primarie banche o Case di accettazione di Londra. In taluni casi possiamo scontare ottime tratte commerciali (« very fine trade bills ») e cioè tratte emesse su primarie ditte inglesi e pagabili a Londra; vi è però un limite all'ammontare di tratte del genere che possiamo acquistare ed ogni caso sarà preso singolarmente in esame ».

pure quello delle cambiali acquistate; sul lato « entrate » gli eventuali prestiti rinnovati od ottenuti oppure le cambiali vendute. Queste annotazioni vengono seguite continuamente da una persona ad hoc la quale deve subito provvedere: ad emettere gli assegni per le somme da rimborsare, a scegliere i titoli che devono essere inviati alle banche in garanzia per il nuovo danaro da esse prestato oppure a rimettere in portafoglio quelli che vengono restituiti dalle banche a rimborso effettuato di un prestito. È il momento in cui i fattorini si sventagliano per la City a portare o ricevere a mano assegni e titoli. Gli assegni, per poter essere accreditati con valuta stesso giorno, devono essere versati nei conti della Discount House prima delle tre pomeridiane.

Per un accordo tacito tra Discount Houses e banche, se queste ultime intendono farsi rimborsare danaro prestato in precedenza, lo dovrebbero chiedere prima di mezzogiorno e ciò esse generalmente fanno allorchè la tendenza non si è ancora precisata. Ne risulta che, subito dopo tale ora, la posizione liquida di una Discount House è, di regola, « short » — il che significa che il totale degli assegni emessi dalla Discount House sui propri corrispondenti, sia per rimborso di prestiti sia per acquisti di cambiali del Tesoro e di « bonds », è superiore a quello degli assegni che essa dovrà ricevere per la vendita di cambiali o di « bonds ». Prima della fine della giornata la Discount House dovrà pareggiare la propria situazione (o « square the books ») e colmare questa differenza; potranno essere le banche stesse, subito dopo mezzogiorno, a telefonare vuoi per riorffrire, in parte o integralmente, il danaro di cui la mattina avevano chiesto la restituzione vuoi per prestarne altro; ma poichè il termine ultimo per presentarsi materialmente allo sportello del Discount Department della Banca d'Inghilterra è quello delle 2.30 pomeridiane, le Discount Houses devono, nelle primissime ore del pomeriggio e comunque prima di tale momento, decidere se ricorrervi o meno e cioè se pagare, per un minimo di sette giorni (il periodo richiesto dall'Istituto di Emissione potrebbe però essere anche superiore) l'interesse ufficiale su tutta o parte della somma ancora mancante, oppure se rischiare di attendere nella speranza di trovare il danaro altrove. Innanzi tutto esse hanno, generalmente, con talune banche una specie di volano di sicurezza (noto sotto il nome di « privilege money ») che è

una cifra concordata sulla quale possono contare in caso di necessità, dopo la chiusura dello sportello della Banca d'Inghilterra ma, in principio, non più tardi delle 3 pomeridiane. (Tale danaro deve essere rimborsato il giorno successivo e ad esso va applicato il tasso minimo). Possono poi anche sperare, o avere sufficienti indizi o affidamenti, che il danaro ritirato loro nella mattina sarà di nuovo disponibile, in tutto o in parte nelle ultime ore del pomeriggio; potranno infine attirarne, provocare cioè delle offerte con l'allettamento di tassi via via più remuneratori. Ad esempio, nei mesi di aprile e maggio è stato pagato in fine di giornata per dell'« overnight money » il 4% e financo, seppur di rado, il 4 1/2%, chè era sempre conveniente corrispondere questo stesso tasso alle banche per un solo giorno anzichè alla Banca d'Inghilterra per un minimo di sette giorni. Beninteso, il movimento inverso potrebbe verificarsi non appena le Discount Houses dovessero notare sul mercato una improvvisa e maggiore disponibilità di fondi liquidi.

Per completare questo esposto descrittivo ed a parziale riepilogo di quanto altro si è in precedenza accennato, trascriviamo in appresso uno dei commenti che quotidianamente appaiono sulla stampa finanziaria britannica. Ne è stato scelto uno del mese di maggio scorso, il quale seppur nel caratteristico linguaggio dei commenti del genere, tratteggia abbastanza in dettaglio una seduta di danaro scarso (15). Dopo quanto finora si è detto, il significato dei termini ivi impiegati riuscirà di facile comprensione.

« Ieri, in Lombard Street, il credito ha continuato ad essere scarso. Un certo numero di Clearing banks — due in particolare — hanno richiamato danaro prestato al mercato ed altrettanto hanno fatto su ampia scala gli altri istituti. Poichè le offerte di danaro fresco tardavano a farsi avanti e dato che vi erano anche delle piccole somme da restituire alla Banca d'Inghilterra, fin dall'inizio della seduta ci è stata una forte domanda di prestiti. Le compra-vendite di cambiali si sono concentrate su poche scadenze di luglio a 3 27/32% e lo stesso prezzo è stato pagato anche per agosto, ma più tardi, al momento di maggiore tensione, per le cambiali di agosto si è pagato fino a 3 7/8. Le Autorità hanno dato un po' di aiuto indiretto, ma questo non ha impedito a due o tre Case di sconto di dover ricorrere a prestiti per otto giorni

(15) Dal Financial Times del 24-5-55.

presso la Banca d'Inghilterra, anche se le somme richieste sono state inferiori a quelle della settimana precedente. Malgrado ciò e al fine di poter chiudere i libri in pareggio si è dovuto utilizzare anche del « privilege money ».

* * *

Si è già visto in precedenza che la semplice previsione di un rialzo del saggio ufficiale di sconto aveva provocato, a partire dalla fine del 1954, un graduale inasprimento del tasso di sconto sui Treasury bills; per converso, la tensione sul danaro generata dalla ferma politica dell'Istituto di Emissione ha a sua volta contribuito a spingere il tasso dei Treasury bills ad un livello lievemente più elevato ed a mantenerlo. È facile immaginare perchè il processo non abbia continuato: le Case di sconto non sono le uniche a concorrere alle aste. Vi sono tutte le altre banche della piazza (ad eccezione delle Clearing banks che vi hanno rinunciato per non esercitare una concorrenza dannosa alle Discount Houses, pagando poi con qualche frazione d'interesse in più il vantaggio di poter acquistare cambiali da quest'ultime, a qualsiasi momento, per la somma e la scadenza desiderate); vi può essere il danaro affluito dall'estero; vi possono essere delle disponibilità di grosse società ed anche di privati in cerca di un impiego temporaneo che offra un interesse più remuneratore di quello sui depositi (e quest'ultima fonte si è rilevata di non trascurabile importanza nei mesi di aprile e maggio scorsi); può infine concorrervi la stessa Banca d'Inghilterra, per conto di altre banche centrali, sia del Commonwealth, sia dell'estero. Pertanto, se il sindacato delle Discount Houses abbassasse di troppo il prezzo di offerta o comunque ne comunicasse uno non giudicato adeguato, rischierebbe di vedersi assegnata una porzione esigua delle cambiali messe in vendita, dato che le Autorità non esiterebbero a darle una maggiore ai migliori offerenti. Difatti, nelle settimane successive al rialzo del saggio ufficiale di sconto del febbraio scorso, si è vista questa proporzione oscillare tra un minimo di 33% ed un massimo di 61%.

Al fine di dare piena giustificazione a quel ruolo di « cuscinetto a sfere » cui si è fatto in precedenza cenno, le Case di sconto non debbono però limitarsi soltanto a cercare un investimento proficuo per i fondi ottenuti in prestito ed attendere, passivamente, di raccoglierne il frutto. Più agili,

meglio attrezzati e sorretti da lunga esperienza e da incomparabile abilità tecnica, questi istituti specializzati ai quali il resto del sistema bancario affida proprie disponibilità (16), devono, innanzi tutto, trovar loro immediatamente un impiego che, a sua volta, presenti un grado di elevata liquidità: in primo luogo, carta a breve che porti la firma del Tesoro britannico oppure di altri noti istituti bancari di Londra; segue la carta commerciale vera e propria e quindi altri titoli dello Stato, ma a media scadenza (fino ad un massimo di 5 anni) denominati « bonds » o più comunemente « shorts ». Ben raramente, però, le Case di sconto detengono in portafoglio, fino a scadenza, la carta da esse acquistata, chè se ciò facessero non si comprenderebbe perchè specie i grandi istituti dovrebbero rinunciare a svolgere direttamente un'attività senza dubbio proficua. Esse invece — per adoperare il gergo del mercato — « cullano » questa carta, non appena uscita dalla matrice, per un periodo che può essere anche di pochi giorni (17) ma che non va generalmente oltre poche settimane — trascorso il quale la cedono ad altri al fine di potere, con il ricavo, ripetere l'operazione su altra carta; per questo servizio, si fanno remunerare chiedendo un

(16) Altre risorse delle Case di sconto sono i depositi, ma non si ritiene che questi costituiscano una percentuale elevata. Delle dodici Case di sconto che fanno parte dell'Associazione, dieci soltanto pubblicano il bilancio. Secondo calcoli recenti questi dieci istituti, con capitale e riserve dichiarate complessivamente per £ 31,7 milioni, raccoglievano tra prestiti e depositi una massa liquida di oltre un miliardo di sterline: un moltiplicatore, quindi, di circa 33. Grosso modo, gli impieghi erano ripartiti per $\frac{2}{3}$ in « bills » e $\frac{1}{3}$ in « bonds ». Nella cifra pubblicata per i « bills » non si distinguono i « Treasury » dai « commercial bills ».

(17) Oltre all'intesa, digià accennata, per cui le Clearing banks hanno deciso di astenersi dal concorrere alle aste delle cambiali del Tesoro e di favorire, in tal modo, le Discount Houses riunite in sindacato ad hoc, le banche in questione si sono altresì impegnate a non acquistare le cosiddette « hot bills », letteralmente « cambiali calde » o « appena sfornate », emesse cioè da meno di una settimana; questo, al fine di frenare quel procedimento speculativo, noto anche in Borsa sotto l'appellativo di « staggings » che consiste nel sottoscrivere una emissione di titoli per rivenderli, con profitto, immediatamente dopo e prima ancora del giorno fissato per il versamento della sottoscrizione. Questa intesa vale nei confronti non tanto delle Discount Houses quanto di altri istituti (« outside houses ») i quali potrebbero, ad esempio, ottenere all'asta di venerdì delle cambiali con scadenza a 91 giorni a partire dal venerdì successivo al prezzo di $3\frac{7}{8}\%$ e digià rivenderle, supponiamo a $3\frac{13}{16}\%$ in qualsiasi giorno della seguente settimana ma prima di quel venerdì in cui dovrebbero ritirarle dalla Banca d'Inghilterra e versarne il prezzo stabilito.

prezzo leggermente più alto di quello da esse pagato, abbassando cioè di qualche frazione lo sconto percentuale. Un semplice esempio potrà riuscire utile: all'asta di venerdì 20 maggio c. a. il tasso medio di sconto, per anno, delle cambiali del Tesoro è stato di $\text{£ } 3 : 18 : 4 = 3,91667\% = 3\frac{29}{32}$ per cento (18) — ovverossia, per ogni titolo di £ 100 nominali sono state versate al Tesoro £ 99 : 0 : 5. Lo stesso giorno una Discount House della piazza offriva in vendita cambiali del Tesoro « with approximately three months to run to maturity » al tasso di $3\frac{27}{32}\% = 3,84375\%$ che tradotto in sterline, scellini e pence su base trimestrale dà all'incirca un prezzo di £ 99 : 0 : 9 per ogni £ 100 nominali. Come si può constatare, lo scarto è minimo (appena 4 pence per £ 100) ma minimo è anche l'onere per la controparte e questo concorre a spiegare la convenienza che ne traggono specie gli istituti bancari i quali sanno di poter trovare, di regola a qualsiasi momento, sul mercato dello sconto un quantitativo adeguato di cambiali e di poter scegliere la scadenza in maniera da mantenere taluni propri fondi liquidi, impiegati esattamente fino al giorno in cui ne necessitano per far fronte a determinati impegni. Per quel che riguarda invece le Case di sconto è da tener presente la esistenza di due elementi contrastanti: da una parte, se esse non rivendono quanto prima le cambiali acquistate, il profitto sull'operazione (la differenza, cioè, tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita) tradotto in percentuale e rapportato ad anno diminuisce in proporzione inversa al maggior numero di giorni durante i quali le cambiali vengono tenute in portafoglio. D'altra parte, il vantaggio di averle « cullate » per X giorni dipenderà dal margine tra il tasso percentuale di acquisto e il costo del danaro occorso per finanziare l'acquisto stesso: tanto maggiore sarà questo scarto tanto più conveniente per la Casa di sconto prolungare, oltre il minimo, il periodo di « allattamento ».

Riteniamo opportuno, prima di procedere oltre, di dover chiarire un dubbio che potrebbe essere sorto leggendo quanto finora si è scritto: sembrerebbe difatti che non vi dovesse essere limite all'attività delle Discount Houses: prendendo danaro a prestito per acquistare titoli e cedendo poi subito quest'ultimi per ottenerne altro, si ha la

(18) Si tralasciano le frazioni di pence; anche le percentuali sono lievemente approssimate.

impressione che questo circolo potrebbe ripetersi quasi all'infinito. Il limite in realtà esiste ed è ben preciso, essendo costituito dalle disponibilità proprie della Casa di sconto: tutto il danaro « on call » dev'essere garantito al 100%; pertanto, un prestito, supponiamo di £ 100.000 richiederà una copertura di Treasury bills per un valore nominale superiore a detta somma; ove poi detta copertura fosse effettuata parzialmente in « bonds », l'eccedenza (consideratene le possibilità di oscillazioni nei corsi) dovrà essere maggiore e questo « di più » non potrà che provenire dal portafoglio proprio delle Discount Houses, una percentuale del quale dovrà, beninteso, non essere sempre così immobilizzata, ma tenuta disponibile per imprevedibili emergenze future. Un semplice calcolo fatto ponendo mente al rapporto (19) tra disponibilità delle Case di sconto e impegni a breve sarà sufficiente a dare un'idea dei limiti posti al campo di azione di questi istituti.

Quanto si è detto ora vale anche per la carta bancaria e commerciale. Si è già visto come taluni istituti specializzati (le Case di accettazione o Merchant banks) vendano il proprio nome — garantiscano cioè con l'apposizione della propria firma l'impegno che il debitore, nazionale o straniero, assume di pagare a scadenza la somma dovuta. Il vantaggio, per il creditore, è di poter realizzare immediatamente ed alle migliori condizioni possibili la promessa di un pagamento futuro ed a questo provvedono, di massima, le Case di sconto. Il ragionamento fatto altrove per le cambiali del Tesoro, vale anche per questo tipo di carta. Al pari delle Case di accettazione, le Case di sconto non dispongono di mezzi sufficienti da immobilizzare fino a scadenza; così pure in questo caso, compito loro principale è quello di assorbire e di selezionare la carta che viene offerta, ma, dopo un periodo di maggiore o minore brevità, esse devono passarla a chi abbia effettivamente i mezzi per mantenerla fino alla maggiore età, cioè ai grandi istituti raccoglitori di risparmio e di altre disponibilità.

Anche in questo settore i tassi avevano assunto una certa rigidità: nella cosiddetta « struttura dei tassi di mercato » vi era una voce che distingueva il « tasso di acquisto dal mercato da parte delle Clearing banks, di accettazioni bancarie » e che

(19) Vedi nota 16.

rappresentava un minimo concordato tra le Clearing banks per la remunerazione di questo particolare servizio. Con il primo rialzo del saggio ufficiale di sconto questa immobilità è venuta meno e dal novembre 1951 i relativi tassi hanno fluttuato a seconda delle condizioni generali di mercato del momento.

Sono infine da menzionare i tassi di sconto vero e proprio o « Discount rates », quelli cioè ai quali si mobilitano i crediti, diretti o indiretti, del commercio. Essi si distinguono, oltretutto in funzione della scadenza che può essere di 2-3-4 e 6 mesi, in tassi di sconto per la carta bancaria (o « fine bank bills ») e per la carta commerciale (o « fine trade bills ») ed in ambedue le specie deve trattarsi di cambiali emesse su, o accettate da, banche o Case di accettazione di Londra oppure su (o accettate da) primarie ditte inglesi, e pagabili a Londra. Importa soprattutto che l'accettante sia banca o ditta di prim'ordine domiciliata nel Regno Unito perchè questo elemento, unitamente al fatto della presenza di due firme britanniche (la seconda delle quali può anche essere quella della Casa di sconto) è tuttora condizione indispensabile imposta dalla Banca d'Inghilterra per accogliere tale carta al risconto oppure in garanzia contro prestiti. Pertanto, tratte emesse su banche o ditte all'infuori del Regno Unito o da queste accettate (« foreign domicile bills »), anche se di primo ordine ed anche se pagabili a Londra non sono negoziabili sul mercato dello sconto di Londra. Questo distingue inoltre, le cosiddette « Agency bills » — ovverossia tratte emesse su succursali o affiliate londinesi di banche estere (banche del Commonwealth, del Continente europeo, banche americane, ecc.). In questi casi la differenziazione dei tassi è molto sottile e, in un certo senso, può dirsi che « tout est dans la mesure ». In determinate condizioni di mercato, un numero limitato di esse potrà essere scontato alle stesse condizioni della carta tratta su, o accettata da, banche inglesi vere e proprie; in via di massima però i tassi sono, seppure di frazioni, leggermente più elevati.

Non è questo il luogo per diffondersi sulle alterne fortune della « tratta su Londra », sulla espansione e la contrazione del suo volume e sulle cause dell'una e dell'altra. Per quanto riguarda i tassi, la loro stabilità era più conseguenza della rigidità dei « tassi chiave » che non di intese in-

terbancarie vere e proprie. Principale caratteristica da notare è che nel progressivo riadattamento della struttura generale dei tassi alle nuove condizioni di maggiore flessibilità, i tassi di sconto delle accettazioni bancarie hanno ridotto la distanza che li separava dal saggio ufficiale della Banca d'Inghilterra; mentre questo margine, nel 1951, variava tra un massimo di 1% ed un minimo di 7/8% esso è attualmente (luglio 1955) compreso tra $\frac{1}{2}$ e $\frac{3}{8}$ %.

* * *

Cerchiamo ora di riepilogare per sommi capi quanto si è venuto esponendo:

Si sono dapprima menzionate talune caratteristiche che maggiormente contraddistinguono il mercato dello sconto di Londra da quello di altri grandi centri finanziari; sono stati poi elencati alcuni tassi principali e si è accennato alle relazioni che tra essi intercorrono; si è visto, cioè, come questa struttura di tassi, seppure di rado riflettente appieno il giuoco delle cosiddette libere forze di mercato, sia passata attraverso fasi alternate di maggiore o minore flessibilità, interrotte da una lunga parentesi di rigidità che si è dischiusa verso la fine del 1951. Sono stati successivamente tratteggiati taluni aspetti dell'azione svolta dalle Autorità in anni recenti, per restituire sensibilità a questo settore vitale del meccanismo finanziario londinese. Per meglio comprendere la tecnica ci siamo poi soffermati qualche istante sul lavoro pratico quotidiano che svolgono le Case di sconto, cercando di chiarire le funzioni d'intermediario che

esse assumono nonchè la loro stessa ragione di essere e di sopravvivenza.

Al momento in cui si terminano queste osservazioni l'evoluzione del mercato dello sconto è ancora in pieno sviluppo, ma il ritorno al potere, con le elezioni del 26 maggio, del partito conservatore, le riaffermate intenzioni del Cancelliere Butler di fare un effettivo uso delle leve creditizie per correggere, sia in un senso sia nell'altro, gli sbandamenti dell'economia britannica, inducono a ritenere che questo processo, almeno per qualche tempo ancora, non avrà sosta. In definitiva può dirsi che dopo la rimozione graduale di certe imposizioni arbitrarie dettate da ideologie politiche o da concezioni troppo dottrinarie, il mercato dello sconto — pur avviato verso un regime di libertà sorvegliata non dissimile da quello di cui godono i pedoni in un centro urbano a traffico crescente — stia riacquistando la sua funzionalità. Anche se, nei confronti dell'estero, il mercato dello sconto di Londra ha perduto — per motivi non strettamente inerenti alla sua meccanica — quella maggiore attrattiva che esercitava nel passato, esso è pur sempre meritevole di studio e di osservazione se non altro per l'utile ed interessante insegnamento che offre quale esempio raro di collaborazione e di concorrenza, di rispetto e di comprensione reciproca nonchè di piena consapevolezza, da parte di tutti; chè solo osservando scrupolosamente le regole del gioco può un sistema del genere continuare tuttora ad esistere senza eccessive bardature regolamentari o altro che lo porterebbero a sicura eliminazione.

ANTONINO ZECCHI