

La determinazione del volume dei depositi bancari in Inghilterra: 1955-56

I

Le condizioni che determinano il volume dei depositi bancari hanno formato oggetto di attenta considerazione nella letteratura economica, specie durante questo secolo. Due circostanze rendono però opportuna una riconsiderazione del problema. In primo luogo un noto economista italiano ha imputato agli economisti inglesi, ed in particolare a Keynes e Robertson, di avere commesso un errore, per lo meno di accentuazione, per aver trascurato la parte rappresentata dal pubblico nella determinazione del volume dei depositi. In secondo luogo le istituzioni monetarie inglesi hanno nel frattempo subito un mutamento importante che ha tolto al « rapporto di cassa » (*cash ratio*) quella funzione di « perno » principale del sistema (e del dibattito). Sembra pertanto opportuno tornare sull'argomento in termini che rispecchino il comportamento del sistema bancario inglese nel 1955-56 (1).

Le critiche mosse dal Prof. Gambino al tipo di analisi oramai tradizionalmente accettata dagli economisti inglesi sono esposte nell'articolo « *Money Supply and Interest Rates in Recent Macro-Economic Conceptions* » pubblicato nel n. 30 (settembre 1954) della « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review » (2). Lo spunto era stato offerto da un articolo del Prof.

(1) Nel 1939-51, e in un certo senso già nel 1932-39, la situazione era alquanto cambiata rispetto a quella tipica tradizionale in cui il volume della cassa poteva considerarsi l'elemento centrale e determinante. Nel 1951-54 vi fu un ulteriore mutamento, in quanto l'offerta di disponibilità di cassa a un prezzo fisso fu sottoposta ad opportune qualificazioni. Solo nel 1955 i fattori determinanti presero la forma descritta in questo articolo.

(2) Si veda anche l'articolo *La Copertura dei depositi*, in « *Bancaria* », 1952.

Schneider (3), di cui il Gambino controbatte le tesi; ed è appunto nello sviluppare il suo pensiero che l'economista italiano accusa, come si è già detto, gli economisti inglesi, e soprattutto Keynes e Robertson, di errata interpretazione dell'influenza del pubblico nella determinazione del volume dei depositi (4). La sostanza della sua argomentazione è che il pubblico può variare la domanda relativa di banconote, e che liberarsi di questa realtà annullandola nella clausola del *ceteris paribus* significa ignorare un fatto che le ricerche statistiche effettuate dallo stesso Prof. Gambino (per l'Italia e gli Stati Uniti) hanno dimostrato importante. Il Prof. Schneider nell'articolo « *Le determinanti del potenziale di credito delle banche commerciali in un sistema monetario composito di grado unico* » (5), ha recato un ulteriore contributo al dibattito, includendo una analisi statistica sulle recenti condizioni esistenti nella Germania Occidentale.

In questo articolo commenterò brevemente, alla luce delle recenti condizioni inglesi, la tesi sostenuta con tanta insistenza dal Gambino circa l'influenza del pubblico nel determinare il volume dei depositi, e cercherò di illustrare piuttosto dettagliatamente il ruolo delle isti-

(3) *Interesse e quantità di moneta nella teoria economica della formazione del reddito*, pubblicato in « *L'Industria* », 1954, n. 1.

(4) Nel riferirsi ai seguaci della tradizione, il Prof. Gambino mi cita come un « caso tipico » (par. 6, pag. 115) e riporta un mio brano da lui ritenuto insoddisfacente. Io accetto il rimprovero, ivi implicito, di mancanza di precisione; ma, a mia scusa, ricordo che era mio intendimento offrire una spiegazione in termini elementari dei fattori più importanti in un sistema in fase di cambiamento; e presento questo articolo come precisazione.

(5) Pubblicato su questa Rivista, n. 31, 3° trim. 1955.

tuzioni finanziarie inglesi nel loro attuale *modus operandi* (6).

II

Una banca crea un deposito — cioè registra nei suoi libri un credito a favore di un cliente — a fronte di una qualsiasi attività (cassa, titoli governativi, impegno di un cliente di rimborsare un prestito) che essa riceve da altri. In questo contesto « la cassa » include i saldi creditori che si formano a suo favore nella stanza di compensazione; e quanto minore è il peso di una banca nel complesso delle aziende di credito associate alla stanza di compensazione, tanto più elevata è la percentuale dei depositi creati dall'aumento della cassa rispetto ai depositi creati dalle operazioni di prestito effettuate dalla banca stessa. Una spiegazione esauriente del fenomeno della creazione dei depositi in un sistema composto da più banche deve pertanto prendere in considerazione la genesi dei saldi presso le stanze di compensazione; punto, questo, che è già stato chiarito nei lavori ormai classici del Crick e di altri (7). Quando riceve disponibilità di cassa direttamente dal pubblico o tramite i saldi creditori delle stanze di compensazione, la banca è passiva (8); ed è stata proprio questa posizione passiva che ha sempre reso difficilmente accettabile ai banchieri ed agli economisti (incluso Edwin Cannan) la teoria secondo cui « le ban-

(6) Desidero ancora una volta sottolineare che le considerazioni svolte in questo articolo si riferiscono alle condizioni inglesi attuali che non sono certo immutabili, e che sembrano anzi destinate a cambiare rapidamente (se l'esperienza serve a qualche cosa). Nella preparazione di questo scritto mi sono molto giovato dei consigli e di suggerimenti di D. H. Robertson, R. F. Henderson, W. T. Newlyn, H. Johnson, B. Tew, R. Alford e altri che lessero una stesura provvisoria del presente articolo.

(7) W. F. CRICK, *The Genesis of Bank Deposits*, in « *Economica* », Giugno 1927, ristampato a pagg. 41-53 dei « *Readings in Monetary Theory* » (serie A. E. A., Londra 1952). Cfr. anche J. M. Keynes: *Treatise on Money*, vol. 1°, pagg. 23-30.

(8) Non è detto che le banche debbano essere interamente passive; possono — come in realtà fanno in molti Paesi — sviluppare una vivace concorrenza reciproca sui depositi a risparmio. Attualmente peraltro le banche inglesi si astengono intenzionalmente dall'entrare in concorrenza con gli altri istituti finanziari.

che creano depositi ». Quando disponibilità di cassa affluiscono ad una banca attraverso le stanze di compensazione si verifica usualmente una corrispondente perdita di disponibilità di cassa e di depositi in altre banche; i depositi complessivi non aumentano (9). Questa regola soffre però di una importante eccezione: le banche nel loro complesso possono avere un saldo attivo con la stanza di compensazione in quanto la Banca Centrale effettui acquisti di attività sul mercato (oro, valuta estera, titoli). In questo caso la Banca Centrale crea disponibilità di cassa ed il pubblico vede aumentare il volume dei depositi bancari in misura eguale alla cassa di nuova creazione.

I depositi bancari possono aumentare anche in conseguenza del fatto che il pubblico riduca le sue scorte di cassa (biglietti e numerario); a quanto pare, questa forma di creazione di depositi, nella quale le banche mantengono un atteggiamento passivo, ha avuto grande importanza nell'Italia post-bellica. L'appunto del Prof. Gambino agli economisti inglesi è essenzialmente quello di aver dimenticato questo fenomeno o comunque di non avergli dato il dovuto peso.

In breve, le fonti « immediate » di aumento dei depositi bancari complessivi sino a questo punto ricordate possono essere così riepilogate:

a) il pubblico, in quanto può scegliere di tenere meno disponibilità di cassa e più depositi bancari; -

b) le banche, in quanto possono aumentare le loro « attività fruttifere », acquistando obbligazioni o concedendo crediti alla clientela;

c) la Banca Centrale in quanto può acquistare dal pubblico oro, titoli o valuta estera.

Gli incrementi nei depositi originati dai fattori indicati alle lettere a) e b), tramite i loro effetti sulla liquidità del sistema economico, sulla capacità di spesa, sul livello dei prezzi e dei redditi monetari, possono provocare, in ultima analisi, un aumento nelle esigenze di cassa del pubblico, esigenze che se non sono soddisfatte dalla Banca Centrale determineranno una qualche contrazione nei depositi ban-

(9) In questa frase e nella rimanente parte del paragrafo, il termine « banche » intende significare le banche di credito ordinario ed esclude la Banca Centrale.

cari; ma è estremamente improbabile che questo secondo mutamento nel volume dei depositi sia di ampiezza pari al primo. L'ampiezza delle sue ripercussioni sul sistema bancario, e la rilevanza del primo dei tre mutamenti sopra indicati, dipendono entrambi dall'importanza del volume delle banconote in circolazione rispetto ai depositi bancari, e dalla stabilità delle consuetudini del pubblico nell'uso di banconote. Se il pubblico usa tenere forti quantità di biglietti, come riserva di valore, e se i depositi a risparmio rivestono una notevole importanza nel sistema bancario, possono aversi variazioni considerevoli nei depositi bancari complessivi indipendentemente da una qualsiasi iniziativa da parte delle banche. Mutamenti del genere potrebbero verificarsi, ad esempio, in fase di contrazione dei « mercati neri » (che, come è noto, preferiscono i pagamenti in biglietti), o quando aumenta la fiducia del pubblico verso le banche e potrebbero anche riflettere una accresciuta fiducia nel valore della moneta, dato che le banconote sono più facili a usarsi sul mercato che non i depositi a risparmio tutte le volte che si presenta l'occasione di acquisire investimenti più stabili di impieghi in forme monetarie di qualsiasi genere. Probabilmente dal 1945 in poi le condizioni in Italia sono state particolarmente favorevoli a variazioni del genere e pertanto l'iniziativa del pubblico ha influenzato in misura particolare il volume dei depositi.

Anche in Inghilterra la domanda del pubblico di banconote comparativamente ad altre forme di moneta ha subito sensibili fluttuazioni. È noto il balzo in avanti compiuto dalla circolazione in relazione al volume dei depositi bancari e del reddito nazionale fra gli anni prebellici e post-bellici; ed è anche noto che non si è potuto tornare ai rapporti di una volta. Il mutamento va collegato alla situazione di piena occupazione che ha dato ai lavoratori l'abitudine di detenere con continuità comode scorte di fondi liquidi. Una netta caduta relativa nel volume delle banconote si ebbe fra il 1947 ed il 1948 forse in relazione alla diminuzione di certe forme di mercato nero. Nel 1951-55 le banconote riguadagnarono nuovamente terreno. La nuova espansione può essere collegata all'aumento delle commissioni bancarie per il movimento dei conti correnti e forse al rialzo dei

tassi d'interesse debitori che ha avuto tendenza ad impedire che lo sviluppo dei depositi (ma non quello dei biglietti) si adeguasse al crescere del reddito nazionale (10).

Tutti questi mutamenti hanno avuto luogo senza perturbamenti per il sistema bancario e sono stati avvertiti solo dagli specialisti direttamente interessati, essendo stati neutralizzati — al pari delle forti variazioni settimanali e stagionali nella preferenza del pubblico per banconote e numerario — dalla pronta ed abile azione delle autorità monetarie. Gli economisti inglesi possono ammettere di non aver discusso problemi del genere, e possono convenire che tali situazioni hanno avuto maggiore importanza nella recente storia monetaria di taluni Paesi. Ma sono giustificati nel lasciarli da parte (come io mi propongo di fare) quando esaminano l'attuale situazione inglese considerandoli aspetti marginali ed irrilevanti.

III

Nelle condizioni inglesi attuali il volume dei depositi dipende dalle azioni e dalle reazioni di quattro « personaggi »:

1) la Banca d'Inghilterra che agisce in connessione con il Tesoro e con i vari « fondi » governativi; l'uno e gli altri, secondo l'uso corrente inglese, verranno qui chiamati « le autorità »;

2) le undici « *clearing banks* » londinesi che più brevemente chiamerò « le banche »;

3) le case di sconto;

4) il pubblico (ivi comprese le banche estranee alla stanza di compensazione di Lon-

(10) Devo al Prof. H. Johnson le seguenti cifre:

BANCONOTE E NUMERARIO IN CIRCOLAZIONE
(Inclusa la parte detenuta dalle Banche)

| ANNO | Millioni di Lire sterline | % della effettiva «cassa» delle Banche | % dei depositi netti | % dei c/c netti |
|------------------------------|---------------------------|--|----------------------|-----------------|
| 1938 . . . | 442 | 198 | 19,7 | 37,3 |
| 1945 . . . | 1263 | 346 | 17,8 | 42,4 |
| 1947 . . . | 1361 | 296 | 25,0 | 38,9 |
| 1948 . . . | 1239 | 262 | 21,7 | 33,9 |
| 1951 . . . | 1291 | 261 | 21,8 | 33,4 |
| 1955 . . . (primi 8 mesi) | 1640 | 320 | 26,4 | 42,7 |

dra, che chiamerò le « altre banche ») e tutte le altre istituzioni finanziarie (11).

Ai nostri fini, è opportuno scomporre come segue l'attivo ed il passivo di questi quattro gruppi:

- a) cassa;
- b) Buoni del Tesoro e obbligazioni governative a scadenza abbastanza prossima da poter essere tenute in portafoglio dalle case di sconto;
- c) prestiti alla giornata (*call money*) concessi dalle banche alle case di sconto;
- d) obbligazioni governative tenute dalle banche in portafoglio con scadenza troppo lontana per poter essere cedute alle case di sconto (attualmente la linea di separazione è sui cinque anni);
- e) depositi bancari;
- f) prestiti bancari;
- g) tutte le altre poste attive.

Esaminiamo brevemente le singole voci:

A) La cassa è creata dalle autorità ed è detenuta dalle banche (come « riserva », nella misura dell'8% dei depositi) e dal pubblico, ma non dalle case di sconto.

B) Le cambiali del Tesoro e le altre attività del mercato monetario sono tenute non solamente dalle case di sconto ma anche dalle banche e dal pubblico. Sono create dalle autorità, che vendendole assorbono disponibilità di cassa, e viceversa.

C) Solamente le banche (come creditori) e le case di sconto (come debitori) sono direttamente interessate con i « prestiti alla giornata ».

D) Le obbligazioni con scadenza superiore a cinque anni non sono tenute dalle case di sconto (a prescindere da una qualificazione non importante); la loro distribuzione fra banche e pubblico è mutevole, ma le banche soffrono in questo campo di certe inibizioni (in particolare per le obbligazioni a lunga scadenza). Possono essere acquistate o vendute dalle au-

(11) Le « altre banche » (*outside Banks*) includono le Banche scozzesi. Date le differenze esistenti fra queste e le clearing banks londinesi, la Scozia deve essere considerata, per il nostro studio, come separata dall'Inghilterra (che comprende il Galles).

torità che in tal modo creano o distruggono disponibilità di cassa.

E) I depositi bancari (che costituiscono passività per le banche e attività per il pubblico) non sono detenuti in misura apprezzabile né dalle autorità né dalle case di sconto.

F) I prestiti delle banche alla clientela sono attività per le banche e passività per il pubblico.

G) La voce « tutte le altre attività » comprende ogni altra forma di ricchezza come i titoli (esclusi quelli indicati sopra alle lettere B e C), le proprietà immobiliari, le merci, ecc.

In forma tabulare possiamo riepilogare come segue quanto sin qui detto (P = passività; A = attività):

| | Autorità | Banche | Case di sconto | Pubblico |
|--|----------|--------|----------------|----------|
| Cassa | P | A | — | A |
| Cambiali e obbligazioni a breve termine. . . | P | A | A | A |
| Prestiti alla giornata (<i>Call money</i>) | — | A | P | — |
| Obbligazioni a media e lunga scadenza . . . | P | A | — | A |
| Depositi bancari | — | P | — | A |
| Prestiti bancari | — | A | — | P |

La voce « tutte le altre attività » indicata sopra alla lettera G) non figura nella tabella dato che, a prescindere da eccezioni di scarsa importanza non coinvolge i tre gruppi monetari (autorità, banche e case di sconto). Inoltre sono state ignorate alcune complicazioni marginali:

1) La Banca d'Inghilterra ha alcuni clienti privati e pertanto accetta depositi e concede prestiti al pubblico;

2) Le banche hanno in portafoglio, anche se in piccola quantità, obbligazioni non governative (ad esempio di aziende di pubblica utilità);

3) Le banche e le case di sconto (nonché le banche non associate alla stanza di compensazione e da noi incluse fra « il pubblico ») hanno un modesto volume di cambiali ordinarie;

4) Le case di sconto ricevono una certa quantità di fondi alla giornata dalle banche non associate alla stanza di compensazione e da altre istituzioni finanziarie da noi incluse

fra « il pubblico ». Questo « danaro esterno » può giungere sino alla metà del totale del « *call money* » utilizzato dalle case; e i suoi movimenti sono importanti per il mercato dello sconto, anche se non lo sono ai fini di questo articolo.

5) Una certa quota di « *call money* » può andare agli operatori di borsa (da noi inclusi tra « il pubblico »).

Anche le « banche esterne » — cioè non associate alla stanza di compensazione londinese — ricevono depositi e concedono prestiti. E se in questo scritto non sono considerate come banche e vengono conglobate assieme alle altre istituzioni finanziarie sotto la voce « il pubblico », non è perchè la loro azione sia irrilevante sul piano monetario (al contrario, a somiglianza di altre istituzioni finanziarie e dei privati, possono influire sulla situazione di mercato col mutare la struttura di liquidità del loro attivo), ma perchè solo le banche associate alla stanza di compensazione londinese seguono le rigide norme di liquidità cui accenneremo tra poco. Ed il peso delle banche che si attengono a queste regole è tale da renderne predominante l'apporto nella determinazione del volume dei depositi bancari; volume che è forse il fattore singolo più importante tra quelli che influenzano la situazione di liquidità dell'intero sistema economico.

Con le qualificazioni indicate nella sezione II di questo articolo (12), il volume dei depositi dipende dall'azione delle banche nell'acquisire (o nel liquidare) attività fruttifere. Come è noto, le attività che in genere offrono il massimo reddito sono costituite dai crediti alla clientela e dalle obbligazioni governative; e fra queste ultime da quelle a lunga e media scadenza (13). Pertanto le banche non si lasce-

(12) Mi riferisco alle operazioni in titoli fatte dalle autorità, nonché agli spostamenti nelle preferenze del pubblico fra banconote e depositi.

(13) I tassi a breve termine possono essere — e qualche volta sono — più alti dei rendimenti dei titoli a lungo termine ma in circostanze normali una situazione del genere può sussistere solo quando è prevista una caduta dei tassi a breve termine. Anche in questo caso peraltro è probabile che le obbligazioni a lunga scadenza siano preferite come fonte di reddito; quelle a breve lo saranno solo se la banca desidera mantenere la propria liquidità. Il Prof. Tew mi ha ricordato che, teoricamente, gli

ranno sfuggire le eventuali favorevoli occasioni di aumentare queste forme di impiego — e di conseguenza vedranno salire anche il volume dei depositi — tutte le volte che si sentiranno in grado di ridurre la proporzione delle loro attività più liquide.

Vengono così ad emergere quattro elementi importanti:

1) le possibilità offerte dal mercato alle banche di concedere prestiti alla clientela;

2) la valutazione che le banche fanno del mercato delle obbligazioni (quando parliamo di obbligazioni o titoli pubblici escludiamo le cambiali del Tesoro, ci riferiamo cioè soltanto ai titoli a media e lunga scadenza);

3) le norme convenzionali sui rapporti di liquidità;

4) l'offerta di « attività liquide » per le banche.

Sino al 1951, ed in misura minore sino al 1955, le banche furono in posizione talmente liquida da non sentire alcuno stimolo (a prescindere dai controlli qualitativi imposti dalle autorità) a rifiutare prestiti alla buona clientela bancaria. Anzi, nei primi anni postbellici la pressione della liquidità era così forte che le banche tendevano a dare una interpretazione più larga dei « buoni clienti bancari »; e furono anche portate — per lo meno nell'intervallo fra una ingiunzione e l'altra dei successivi Cancellieri dello Scacchiere — ad allargare la cerchia delle operazioni di credito considerate conformi ai desiderata governativi.

In queste condizioni il volume dei prestiti bancari era essenzialmente determinato dalla domanda, sulla base peraltro di una tendenza all'aumento proveniente dal lato dell'offerta. In altri termini le anticipazioni bancarie aumentavano sia perchè le banche, in situazione di estrema liquidità, erano ben liete di accogliere la crescente domanda del mercato, sia perchè, nell'ansia di espandere i crediti, tendevano ad allentare i criteri di valutazione delle operazioni da considerare ammissibili.

Le banche avrebbero desiderato di continuare a soddisfare la crescente domanda di credito

investimenti a lungo termine potrebbero essere così scarsi, in relazione alle preferenze degli investitori, da spingere i tassi a lungo termine al disotto di quelli a breve.

— spinte dalla ricerca del profitto e per non dispiacere alla clientela (14) — anche nei primi mesi del 1955 quando considerazioni di liquidità intervennero a frenare lo sviluppo complessivo dei crediti alla clientela e degli investimenti in titoli. Il loro desiderio di concedere prestiti era così forte che per far fronte alle richieste della clientela si mostrarono disposti a vendere titoli governativi; e avrebbero probabilmente seguito per questa strada, anche a costo di far abbassare, contro i loro stessi interessi, i prezzi delle obbligazioni, se nel luglio scorso le autorità non le avessero fermate con l'imposizione di restringere il credito (15). Ancor oggi, all'inizio del 1956, le banche sono soggette all'obbligo ufficiale di ridurre il volume totale dei prestiti.

Durante gli anni di eccessiva liquidità le banche, mentre erano pronte, come si è accennato, ad aumentare il volume dei prestiti tutte le volte che si presentavano ragionevoli occasioni, assunsero verso i titoli governativi un atteggiamento alquanto diverso. Il reddito ricavabile dai titoli di Stato era invitante, anche se sensibilmente più basso di quello dei prestiti alla clientela; d'altro canto, però, specie a causa di certe convenzioni contabili, le banche erano timorose di svalutazioni in conto capitale, se, come sembrava probabile, i tassi di interesse fossero saliti in misura sensibile prima della scadenza dei titoli. Sulla base di queste contrastanti considerazioni, la tendenza delle banche inglesi, dopo il fallimento dello esperimento Dalton nel 1947 e mentre la loro liquidità continuava ad essere eccezionalmente elevata, fu di conservare più o meno stazionari gli importi assoluti dei loro portafogli di titoli pubblici. Mutamenti vi furono invece quanto alla composizione: le banche cercarono di abbreviare la vita media dei titoli in loro possesso e, contrariamente alle abitudini di una volta, di disfarsi completamente di quelli che non avevano una data fissa di scadenza. La poli-

(14) I crediti alla clientela normalmente fruttano interessi più elevati dei titoli di Stato; e la disposizione di una banca a prestare alla clientela è un elemento molto importante per il mantenimento del volume degli affari.

(15) Questo punto mi è stato suggerito dall'Henderson nelle sue osservazioni sulla prima stesura dell'articolo.

tica delle banche nel settore delle obbligazioni costituì così un fattore che tendeva a far rimanere inalterato il volume complessivo dei depositi. L'unico elemento importante che agiva nel senso di un cambiamento era costituito dalla crescente domanda di prestiti bancari (16).

Nell'autunno del 1951 le banche furono chiamate, o meglio costrette a partecipare ad una operazione di conversione e consolidamento di carta governativa in scadenza; l'operazione fece salire di colpo il totale dei loro portafogli di titoli pubblici ed eliminò la maggior parte delle eccedenze di liquidità. I correlativi mutamenti nella politica monetaria spinsero al rialzo i tassi a lunga, ma ancor più quelli a breve, inclusi i tassi sui prestiti bancari; cosicché diminuì ulteriormente per le banche la convenienza relativa di investimenti in titoli statali. La nuova situazione le portò anzi a rivedere l'indirizzo sin allora seguito, indirizzo contrario a variare gli importi totali dei portafogli titoli; e specie nella prima metà del 1955 i portafogli obbligazionari furono considerati molto più prontamente comprimibili del totale dei crediti alla clientela.

IV

Nei precedenti paragrafi abbiamo visto che anteriormente al 1951 gli orientamenti delle banche riguardo agli investimenti in titoli e ai prestiti alla clientela erano stati fortemente influenzati dalla anormale liquidità di quegli anni, e che le banche furono costrette dalla successiva riduzione della liquidità a seguire un indirizzo più restrittivo in entrambi i campi. Dobbiamo ora essere precisi su questo punto e chiarire in quali condizioni un insufficiente grado di liquidità costringe le banche a contrarre il volume totale degli investimenti in titoli e dei prestiti alla clientela. A tal fine due rapporti sono da prendere in considerazione: il « rapporto di cassa » ed il « rapporto delle attività liquide ».

(16) Durante parte di questo periodo (1947-51) le autorità ridussero di qualche po' l'offerta di cambiali del Tesoro. Il movimento non fu però abbastanza ampio da eliminare completamente la liquidità eccessiva delle banche e pertanto non agì da freno, ma fece sì che l'aumento totale dei depositi fosse piuttosto inferiore a quello dei crediti.

a) Dal 1946 il « rapporto di cassa » è rimasto stabile, sulla base di situazioni settimanali non più artificiosamente gonfiate a scopi di « vetrina », all'8% (17). Il « rapporto delle attività liquide », per quanto esistente da molto tempo in forme indeterminate, è divenuto un canone largamente riconosciuto solo in questo ultimo quarto di secolo ed ha acquistato una validità praticamente vincolante soltanto in questi ultimi anni. In verità è da ritenere che solamente nel 1955 sia entrato a far parte degli strumenti ufficiali della politica monetaria. Si tratta di un rapporto meno rigido di quello di cassa; sono tollerate notevoli variazioni stagionali (18) ed il livello minimo appropriato per ogni stagione non è fissato in una cifra precisa parallela all'8% prescritto per il « rapporto di cassa ». In linea di massima non deve cadere nel primo trimestre dell'anno (19) al disotto del 30%: di qui la consuetudine di denominarlo « il rapporto del 30% ». Attualmente è questo rapporto del 30%, e non il convenzionale rapporto di cassa, che appare come il fattore limitativo della creazione di depositi bancari.

Il « rapporto di cassa » ha perduto il rigore di un tempo come regolatore dell'offerta di moneta, perchè ormai da molti anni la Banca d'Inghilterra fornisce al mercato in maniera pressochè automatica la quantità di moneta necessaria per consentire alle banche di mantenere la « cassa » ad un livello pari all'8% dei depositi; e pertanto sia le banche che le case di sconto sono diventate meno sensibili a momentanee deficienze nelle disponibilità di cassa. Certo, oggi, la Banca d'Inghilterra quale creatrice di disponibilità di cassa non agisce più in modo così meccanico come nel periodo 1940-51; ma non è tornata nemmeno alla prassi

(17) In un lavoro non pubblicato E. Nevin ha dimostrato che nelle situazioni bancarie il rapporto di cassa è ancora leggermente gonfiato; i banchieri insistono però che non si tratta di cosa predisposta.

(18) Le variazioni stagionali nel « rapporto delle attività liquide » sono simili a quelle giornaliere consentite nel « rapporto di cassa »; queste ultime non appaiono nelle statistiche ufficiali dato che le rilevazioni mensili si riferiscono sempre al mercoledì.

(19) Questo ben noto movimento stagionale è dovuto ai forti incassi fiscali nei mesi di gennaio e febbraio di ciascun anno.

del *gold standard*. La cassa è necessaria per il pubblico e per le banche, non per le case di sconto; ma queste ultime costituiscono il canale attraverso il quale le banche mantengono le riserve di cassa al livello stabilito dell'8% rispetto ai depositi. In un modo o nell'altro la Banca d'Inghilterra fornisce sempre la quantità di cassa necessaria a permettere alle case di sconto di pareggiare i loro bilanci (cioè di ridurre la cassa a zero, dopo aver preso a prestito dalle banche tutto quello che possono). In sostanza, tutti sanno che, siccome le banche devono aver un certo volume di cassa, l'avranno. Nessun senso di disagio per le situazioni di cassa può oggi giungere a proporzioni tali da provocare in via diretta una restrizione del credito.

Nei giorni ormai lontani del *gold standard* le cose erano diverse per più di un aspetto. Il rapporto di cassa delle banche era allora comprimibile (specialmente con l'aiuto del *window-dressing*) (20), sicchè un declino nella cassa relativamente ai depositi non imponeva necessariamente di ricorrere al prestatore di ultima istanza. D'altro canto una pressione abbastanza forte da costringere a ricorrere al prestatore di ultima istanza veniva considerata con molta maggior preoccupazione, in parte perchè era prova di estrema scarsità di fondi liquidi ed in parte perchè il comportamento del prestatore di ultima istanza dipendeva, notoriamente, dallo stato delle sue riserve auree. Quando il mercato riteneva che la situazione fosse seria aveva un modo sicuro di restringere il credito: riduceva il volume delle cambiali che era disposto a scontare (le cambiali spiccate da commercianti per finanziare il commercio delle merci costituivano allora una larga frazione delle cambiali totali del mercato). Le banche, per lo meno quelle della City di Londra, venivano coinvolte in queste misure restrittive. Questo è senza dubbio un quadro molto semplificato e ormai da molto tempo le condizioni sono radicalmente mutate; ma apparirà chiaro che in quelle condizioni la base di cassa costituiva un fattore molto importante per regolare

(20) Altri fattori che agevolavano allora la comprimibilità del « rapporto di cassa » erano l'assenza di ogni accordo ufficiale e il più forte peso delle « banche esterne » sul mercato.

direttamente il volume del credito. Gradualmente, come si è detto, le condizioni sono mutate sotto più di un aspetto (21), sino a che negli anni 1940-51 il ricorso alla Banca d'Inghilterra divenne un'operazione così innocua che la scarsità di cassa perse qualsiasi potere di influenzare direttamente le condizioni del credito.

Sotto questo profilo la posizione del 1955-56 è leggermente diversa da quella degli anni precedenti. Il « rapporto di cassa » è virtualmente incompressibile mentre le disponibilità di cassa variano di continuo, cosicché la Banca d'Inghilterra si trova nella necessità di intervenire pressoché ad ogni momento. Ma mentre nel periodo 1940-51 la Banca operava solamente ai « tassi di mercato » tramite il suo operatore speciale (si serviva cioè della « porta secondaria »), ora si riserva il diritto di chiudere « la porta secondaria » (e spesso la chiude) forzando in tal modo le case di sconto a prendere a prestito al tasso ufficiale, nell'« Ufficio dello Sconto » (a passare cioè per la « porta principale »). Nella misura in cui la Banca di Inghilterra forza le case di sconto ad affluire alla « porta principale » influenza il livello dei tassi di mercato in relazione al tasso ufficiale; in tal modo, fissando il tasso ufficiale e operando sul mercato essa riesce a determinare il livello dei tassi di mercato (22). Se ad esempio desidera un aumento, limita i suoi interventi di sollievo attraverso la « porta secondaria » rendendo così più frequente l'imposizione del tasso ufficiale penalizzatore (23) e, se necessario, rialza lo stesso tasso ufficiale. In queste condizioni, la Banca d'Inghilterra resta anche oggi, come

(21) Un fattore importante è costituito dalla drastica contrazione nell'impiego delle cambiali.

(22) Naturalmente la Banca può facilitare il processo di portare il tasso di mercato al livello che desidera fornendo opportune indicazioni alle case di sconto. È chiaro peraltro che nelle circostanze attuali la Banca non dice quale dovrebbe essere — a suo avviso — il tasso di mercato.

(23) È forse necessario aggiungere che la valutazione dello stato del mercato da parte della Banca d'Inghilterra (presupposto necessario per imporre la sua politica al mercato) non è affatto facile. Oltre che dai movimenti interni di cassa (che possono essere del tutto irregolari), la situazione reale del mercato può essere oscurata da movimenti internazionali di fondi da e verso Londra.

negli anni 1940-51, passiva nella determinazione del volume della cassa: la cassa è semplicemente adattata al totale dei depositi bancari ed alle esigenze di circolante del pubblico. Ma la Banca fissa però le condizioni alle quali il volume di cassa richiesto affluisce sul mercato. Il comportamento (che ne consegue) del tasso di mercato per le cambiali del Tesoro influenza l'atteggiamento delle banche e del pubblico nei riguardi delle obbligazioni (24). È probabile che una tendenza al rialzo del tasso di mercato provochi un generale orientamento ribassista. Se la caduta delle quotazioni obbligazionarie non porta ad alcuna redistribuzione di titoli, non vi saranno mutamenti nel volume dei depositi bancari. Se invece le banche riducono i loro portafogli vendendo titoli al pubblico, i depositi risulteranno ridotti di altrettanto (25), e un volume di cassa pari all'8% della contrazione dei depositi verrà « liberato » dalle Banche a favore del mercato dello sconto; volume che la Banca d'Inghil-

(24) Teoricamente le condizioni fissate dalla Banca d'Inghilterra possono influire sul volume del portafoglio (cambiali più obbligazioni) delle case di sconto. Attualmente tale influenza non è importante perché le case di sconto, trovando nelle cambiali una fonte di guadagno, tendono, in relazione ai mezzi di finanziamento di cui dispongono, a tenerne la maggior quantità possibile. Al contrario sono restie ad aumentare il volume delle obbligazioni per il timore di perdite future (né possono permettersi di rendere effettive le perdite contabili vendendole prima della scadenza). La dimensione del loro portafoglio è anche limitata dalle risorse capitali, in base ad un rapporto approvato dalla Banca d'Inghilterra. Nella situazione d'un tempo un movimento dei tassi — e particolarmente il ricorso alla Banca d'Inghilterra al tasso ufficiale penalizzatore — poteva avere notevoli effetti sul portafoglio delle case di sconto, che allora era formato più da carta commerciale che da titoli governativi.

(25) Come mi ha precisato R. F. Henderson, è probabile che le ripercussioni sul mercato obbligazionario e azionario (e sul volume dei depositi) della presunta caduta nei prezzi delle obbligazioni siano più complesse di quanto ipotizzato nel testo. Nel testo ho supposto che le obbligazioni vendute dalle banche siano acquistate dal pubblico a valere su depositi; ma la caduta delle quotazioni di borsa è probabile che spinga le imprese a diffondere l'emissione di azioni e di obbligazioni e a prolungare la durata dei crediti bancari. Nella misura in cui ciò accade (vi sono altre possibili varianti) le banche sostituiranno — all'attivo — obbligazioni con prestiti e

terra dovrà assorbire se vuole che il tasso di mercato rimanga al nuovo livello. Anche le richieste di credito possono essere influenzate (e raffrenate) da un mutamento nei tassi di mercato, si tratti dei tassi sulle cambiali oppure dei tassi sui prestiti bancari; nella modesta misura in cui questo fenomeno può verificarsi, il movimento dei tassi influenza ulteriormente il volume totale dei depositi.

In conclusione, il volume di cassa creato dalla Banca d'Inghilterra è un elemento passivo della situazione, per quanto le condizioni alle quali la cassa è resa disponibile possono avere ripercussioni sul volume dei depositi bancari. Il sistema non opera sulla base di un volume di depositi bancari e di cassa determinato dalle autorità perché ritenuto il più opportuno, ma piuttosto sulla base di una struttura di tassi di interesse scelta dalle autorità cui si fa adeguare il volume della cassa (26). Naturalmente il dominio che le autorità detengono sulla posizione di cassa costituisce la « sanzione » che rende possibile l'attuazione di una data struttura di tassi: in questo senso l'analisi tradizionale è valida come per l'addietro.

V

Il « rapporto di cassa », essendo costantemente mantenuto all'8% (o quasi), viene oggi pressoché ignorato nella massima parte dei dibattiti sulla situazione delle banche. Al contrario il « rapporto delle attività liquide » viene considerato non più come qualche cosa di secondario, ma come il principale rapporto di liquidità; ed è proprio spingendolo verso il livello critico del 30% che ultimamente le autorità sono riuscite a costringere le banche a contrarre il totale degli investimenti in titoli

manterranno inalterato il volume dei depositi che verranno ridotti soltanto quando le imprese riusciranno a collocare nuove azioni o obbligazioni e ad estinguere i debiti con le banche.

(26) Questa conclusione non è una delle « verità eterne ». Le autorità possono anche, se lo vogliono, scegliere un procedimento opposto: cioè possono stabilire la base di cassa e il volume totale dei depositi, e permettere ai tassi di interesse di adattarsi. Di fatto, nella misura in cui le autorità stanno oggi fissando il volume dei prestiti bancari, esse limitano pure la loro possibilità di influenzare la struttura dei tassi di interesse.

e dei prestiti alla clientela. La nostra analisi deve quindi chiarire quali sono le circostanze che tendono a rialzare o deprimere il volume delle « attività liquide » delle banche. Poiché le banche possono sempre convertire in « cassa » le cambiali o i prestiti alla giornata (« *call money* »), e viceversa, il fattore cruciale sotto questo profilo è costituito dal totale delle cambiali e del « *call money* ». (La distribuzione fra cambiali e « *call money* » è irrilevante per i nostri scopi: il « *call money* » rappresenta semplicemente cambiali provvisoriamente accolte dalle case di sconto).

Per contrarre le « attività liquide » delle banche è necessario:

a) o l'assorbimento di cambiali del Tesoro (e/o di obbligazioni a breve termine) da parte del pubblico, in sostituzione di cambiali venute a scadenza tenute precedentemente dalle banche (o di cambiali ed obbligazioni tenute dal mercato dello sconto);

b) oppure l'impiego da parte delle autorità del ricavo di imposte per riscattare cambiali del Tesoro e/o obbligazioni a breve termine.

Entrambe le operazioni comportano una riduzione nei depositi bancari e nelle « attività liquide » delle banche di pari ammontare in valore assoluto, e quindi un abbassamento del rapporto percentuale « attività liquide-depositi ».

a) Per promuovere l'assorbimento di carta governativa a breve termine da parte del pubblico (il primo dei due possibili sistemi indicati) le autorità possono provocare, costringendo il mercato a rivolgersi più frequentemente alla Banca d'Inghilterra o mediante altre particolari indicazioni, un aumento del tasso di mercato per lo sconto delle cambiali del Tesoro e del rendimento delle obbligazioni a breve scadenza. Ai nostri fini il punto che interessa sono le connessioni fra questi tassi di interesse a breve termine ed il tasso sui depositi bancari. Sino al 1954 il tasso sui depositi era di poco inferiore agli altri tassi a breve termine e gli spostamenti dei depositi a tempo verso le cambiali e le obbligazioni erano pressoché irrilevanti. Ma dal 1954 i tassi sulle cambiali e sulle obbligazioni sono diventati seriamente concorrenziali con i tassi pagati dalle banche

sui depositi di fondi momentaneamente oziosi di grandi società. Questo meccanismo, s'intende, s'impenna sull'attuale accordo inter-bancario che fissa un tasso unico per i depositi, tasso che per evidenti motivi è sostanzialmente più basso del tasso ufficiale di sconto (27).

b) Per rimborsare cambiali del Tesoro e/o obbligazioni a breve termine (il secondo dei due sistemi indicati) le autorità devono in qualche modo ottenere la disponibilità di depositi del pubblico. A tal fine, esse, o devono chiudere in avanzo la parte effettiva del bilancio pubblico (cioè avere introiti fiscali superiori alle spese), o impiegare riserve di oro e valuta estera, o vendere al pubblico obbligazioni a lunga scadenza. Di norma il primo ed il secondo di questi strumenti (ricorso a surplus di bilancio o a riserve valutarie) rientrano in indirizzi generali di politica economica e sono impiegati senza riguardo a ripercussioni di breve periodo sul mercato monetario. Anche la terza via (consolidamento di parte del debito pubblico) può essere adottata per motivi indipendenti da effetti a breve scadenza sul mercato monetario, ma nell'attuale fase inflazionistica la tendenza è di ricorrere ad operazioni di consolidamento principalmente per ridurre la liquidità del sistema economico.

Quando con l'uno o con l'altro di questi strumenti una quota dei depositi passa nelle mani delle autorità, le banche si trovano con un volume complessivo di «attività liquide» diminuito di un ammontare pari alla riduzione intervenuta nei loro depositi. Inizialmente questa caduta nelle «attività liquide» si realizza attraverso trasferimenti fra le poste passive della Banca d'Inghilterra, dalla voce «depositi dei banchieri» a favore della voce «depositi pubblici» (cioè saldi governativi); ma le banche pongono immediato riparo alla eccezionale scarsità di cassa con operazioni sul mercato dello sconto che ricostituiscono il rapporto di cassa dell'8%. Esse peraltro raggiungono que-

(27) Il tasso al quale le case di sconto scontano buona carta commerciale deve, di solito, essere inferiore al tasso ufficiale. Quel livello, a sua volta, pone un limite alla misura in cui i tassi sugli scoperti di conto corrente possono superare il tasso ufficiale di sconto; e le banche, per operare con profitto, devono mantenere un margine sufficiente fra il tasso sugli scoperti di conto corrente e il tasso sui depositi.

sto obiettivo a spese delle cambiali e dei prestiti alla giornata: la caduta nel volume complessivo delle «attività liquide» delle banche resta quindi eguale, in termini assoluti, alla riduzione dei depositi complessivi del pubblico. Il rapporto delle «attività liquide» è in tal modo ridotto.

Quando per effetto di taluno dei fattori ricordati i rapporti delle «attività liquide» sono caduti a livelli che le Banche considerano troppo bassi (tenuto conto della stagione), le Banche devono attuare misure di riassetamento riducendo gli investimenti in titoli e/o i prestiti alla clientela. Simili operazioni riducono esse stesse il volume dei depositi. In ultima analisi, gli sforzi delle autorità portano ad una riduzione multipla dei depositi del pubblico: una prima riduzione si ha quando le autorità assorbono depositi per incassi fiscali, o contro valuta estera ed obbligazioni; una seconda riduzione è provocata dalle reazioni delle banche alla caduta dei loro rapporti delle «attività liquide». Nell'ipotesi che il rapporto fosse inizialmente al 30% e che le banche volessero risalire a quel livello, la caduta nel volume totale dei depositi (a prescindere da certe ripercussioni di minor conto), dovrà essere pari a dieci terzi del surplus iniziale di bilancio, o del valore delle riserve valutarie liquidate, o della vendita di obbligazioni al pubblico.

VI

Per riepilogare, possiamo così elencare i fattori più direttamente influenti per la determinazione del volume dei depositi bancari:

- 1) il livello dei prezzi e il volume della attività economica;
- 2) la propensione del pubblico a tenere disponibilità di cassa;
- 3) la propensione del pubblico a usare crediti bancari;
- 4) la disposizione delle banche a concedere crediti (nel senso dei requisiti richiesti ai clienti);
- 5) la disposizione delle banche a tenere obbligazioni;
- 6) le opinioni delle banche circa il rapporto appropriato «attività liquide-depositi»;
- 7) le idee delle banche a proposito dei loro rapporti di cassa;

8) la disposizione del pubblico a tenere cambiali e obbligazioni;

9) la situazione del bilancio dello Stato;

10) la politica governativa in materia valutaria ed i conseguenti mutamenti nelle riserve valutarie;

11) l'inclinazione delle autorità a consolidare o meno il debito pubblico (a rigore, ad allungare od abbreviare la vita media dei titoli in circolazione);

12) la disposizione delle autorità a creare riserve di cassa, ed il prezzo a cui mettono a disposizione le occorrenze marginali di cassa.

Di questi fattori, il 9, il 10, l'11 e il 12 rientrano nella sfera di diretta competenza delle autorità, per quanto di regola il 9, il 10 e talvolta l'11 siano manovrati con riferimento ad obiettivi indipendenti da eventuali effetti sulla situazione monetaria. È in potere delle autorità di agire direttamente anche sul 4, come hanno fatto dalla guerra in poi e specialmente nel 1955; nonché sul 5, come fecero nel 1951 e nel 1952. Esse possono altresì decidere sul 7 (come è accaduto dopo il 1945) e sul 6 (come sembra stia avvenendo nel 1955-56).

Restano, al di fuori del dominio diretto delle autorità, i fattori 1, 2, 3 e 8; ma questi, ed a volte anche il 5 ed il 4, sono influenzati dalla struttura dei tassi di interesse, struttura che le autorità possono influenzare in diversi modi e specialmente con le loro decisioni a proposito dell'11 (consolidamenti del debito pubblico) e del 12 (politica del tasso ufficiale e del mercato dello sconto). Influenzare non è determinare, e le autorità devono accettare un certo grado di indipendenza nel campo del livello dei prezzi, dell'attività economica, della domanda di liquidità del pubblico, e così via: le alternative a disposizione delle autorità sono limitate da queste condizioni. Le autorità possono scegliere il livello generale dei tassi di interesse e la struttura dei tassi, e quanto più efficiente è il loro controllo delle istituzioni finanziarie,

tanto più ampio è l'ambito e la gamma delle loro scelte, in particolare per quanto riguarda la struttura dei tassi di interesse. Ma nel fare queste scelte, le autorità si privano della facoltà di determinare il livello dei depositi e la distribuzione delle scadenze del debito pubblico. Alternativamente, possono scegliere di determinare il livello dei depositi e la distribuzione delle scadenze del debito pubblico, e lasciare che i tassi di interesse trovino da sé i loro nuovi livelli. Che le autorità possano scegliere di determinare i tassi di interesse oppure il volume della massa monetaria, ma non ambedue in modo indipendente gli uni dall'altro, è una conclusione abbastanza familiare che, a differenza delle parti descrittive di questo articolo, rientra tra le «verità eterne».

Che cosa in realtà le autorità dovrebbero scegliere, quale via dovrebbero seguire è naturalmente un problema diverso. Il Newlyn ha di recente suggerito che la scelta importante sia quella del volume della massa monetaria, espressione con la quale egli intende il totale dei depositi più le banconote in circolazione (28). I fatti sembrano indicare che durante il 1955, e tuttoggi, l'obiettivo immediato delle autorità è stato in Inghilterra un certo livello di interessi a breve termine ed una notevole compressione dei prestiti bancari complessivi, lasciando che il totale dei depositi bancari e forse anche i tassi d'interesse a più lungo termine trovassero da sé un nuovo livello. In questo ristretto senso è il pubblico piuttosto che le autorità che oggi sceglie il volume dei depositi bancari; ma non è un senso utile, e certo il processo non può essere chiamato «determinazione» dei depositi bancari complessivi da parte del pubblico.

R. S. SAYERS

(28) Si veda il suo articolo, *The Credit Squeeze in the Light of Basic Principles*, «The Bankers' Magazine», Londra, Ottobre e Novembre 1955.