

# Il Rapporto Radcliffe

PREMESSA. - I. ANALISI DEL RAPPORTO RADCLIFFE: Finanziamento del « settore pubblico », - Gli istituti finanziari del « settore privato ». - L'attività della Banca d'Inghilterra. - Influenza delle misure monetarie e gestione del debito pubblico. - Gli aspetti internazionali del sistema monetario. - Le statistiche. - Sviluppo di istituzioni monetarie. - Conclusioni del Rapporto. - II. DISAMINA DI TALUNI PROBLEMI E OSSERVAZIONI CONCLUSIVE.

## Premessa.

L'iniziativa dell'inchiesta da cui è nato il Rapporto Radcliffe (\*) risale al Cancelliere dello Scacchiere Thorneycroft che, nell'aprile 1957, sotto la pressione delle preoccupazioni del momento — il controllo dell'inflazione — decise di nominare un gruppo di esperti con il compito di « indagare sul funzionamento del sistema monetario e creditizio e di formulare raccomandazioni ». Si era allora al sesto anno dal ritorno al potere dei conservatori, cioè di un partito che aveva programmato ed in parte attuato il ripristino di metodi d'intervento monetario considerati ortodossi senza però riuscire ad evitare, sia pure nel corso di un processo generale di ripresa economica, un alternarsi di crisi più o meno gravi. Appariva quindi giustificato il desiderio di un'approfondita analisi del *modus operandi* di un sistema bancario e finanziario tra i più caratteristici e di una valutazione dei più adatti strumenti di controllo ad esso applicabili — tanto più dopo i profondi cambiamenti intervenuti dal 1931, dall'epoca cioè del famoso Rapporto Macmillan.

---

(\*) Il testo è ripartito in dodici capitoli e 986 paragrafi che, appena interrotti da 39 tabelle statistiche e 18 diagrammi, riempiono 339 pagine. Porta-la-data del 30 luglio 1959 e la firma di nove compilatori che, oltre al Presidente Lord Radcliffe, comprendono due banchieri, due industriali, due rappresentanti sindacali e due economisti. Nella seconda pagina si precisa che la spesa è stata di £ 20.475:3:8 (il precedente Rapporto Macmillan era costato £ 1.630). Il Comitato ha tenuto 88 sedute, consultato 76 istituti e organismi, interpellato 219 testimoni tratti dalla pubblica amministrazione, dalla banca, dalla finanza e dall'industria. L'indagine, iniziata nel maggio del 1957, ha richiesto 27 mesi di lavoro. [Come è detto nel *Post Scriptum*, il testo del Rapporto è stato seguito nel marzo 1960 — quando il nostro commento era già licenziato — dalla pubblicazione di quattro ponderosi volumi che raccolgono la documentazione, le memorie e le testimonianze utilizzate dal Comitato].

Da indagini della specie si richiedono di regola — e così aveva fatto il Cancelliere Thorneycroft — anche « raccomandazioni » che possano servire da guida o da base tecnica per futuri orientamenti di politica. Sotto questo aspetto, invece, il Rapporto Radcliffe rimane alquanto evasivo. Accurato nella raccolta e rielaborazione di dati, penetrante nella esposizione di tecniche operative, stimolante nella formulazione di osservazioni e critiche, esso perde vigore e difetta sovente di chiarezza quando affronta problemi di fondo e di concreta precettistica per il governo della moneta. Probabilmente per non incorrere nel sospetto di dogmatismo, ha con troppa frequenza preferito non pronunciarsi in modo netto, lasciando ambigualmente aperta la porta ai fautori di questa o di quella soluzione, sì da far sorgere il dubbio che l'ombra di considerazioni politiche, fugata da una parte, sia riapparsa dall'altra.

Nell'intento di dare organicità e, possibilmente, chiarezza a questa nostra esposizione l'abbiamo suddivisa in due parti:

- analisi del Rapporto Radcliffe;
- disamina di taluni problemi e osservazioni conclusive.

#### I. Analisi del Rapporto Radcliffe.

Il Rapporto Radcliffe sarà da noi considerato seguendo all'incirca la sua stessa trama: descrizione del sistema monetario nelle sue componenti principali vuoi del settore pubblico, vuoi di quello privato, vuoi del settore in cui si inserisce l'Istituto di emissione, vuoi, infine, nel suo aspetto internazionale; analisi delle misure monetarie, del loro uso e dei loro settori di influenza; revisione di istituzioni monetarie; conclusioni.

Molto opportunamente il Rapporto comincia (cap. I) col delineare i principali mutamenti che si sono verificati nell'ultimo trentennio (a partire dall'epoca del Rapporto Macmillan), fra i quali — aspetto di particolare rilievo — è la importanza crescente assunta dal « settore pubblico » e dalle ripercussioni dell'aumento del pubblico indebitamento sulle transazioni finanziarie in generale.

A seguito di tali cambiamenti gli obiettivi della politica monetaria sono divenuti molto più complessi. Il Rapporto, nel secondo capitolo, li enumera nel seguente ordine:

- 1) un livello alto e costante di occupazione;
- 2) una ragionevole stabilità del potere d'acquisto interno della moneta;

3) un'espansione costante dell'economia e un continuo miglioramento del tenore di vita;

4) partecipazione allo sviluppo economico del mondo esterno (da effettuare con un margine della bilancia dei pagamenti);

5) rafforzamento delle riserve valutarie (da conseguire con un ulteriore margine della bilancia suddetta).

Ove tali obiettivi (1) siano in conflitto tra di loro, la scelta di quello o di quelli cui dare la precedenza spetta ai governi i quali dovranno altresì decidere il peso relativo da attribuire volta per volta alle misure di controllo diretto, alle misure fiscali e a quelle monetarie, che costituiscono i tre principali strumenti di politica economica. Il campo limitrofo, nel quale il criterio di decisione è interamente lasciato alle autorità politiche, è quello della gestione del debito pubblico la cui funzione, come avremo più volte occasione di vedere, assurge, nel giudizio del Comitato, ad importanza fondamentale.

Dopo queste premesse, il Rapporto, nei capitoli III, IV e V, analizza dettagliatamente:

- il modo di finanziamento del « settore pubblico »;
- gli istituti finanziari del « settore privato »;
- l'attività della Banca d'Inghilterra.

#### FINANZIAMENTO DEL « SETTORE PUBBLICO ».

Riproduciamo dapprima un intero paragrafo che spiega il meccanismo con il quale venivano finanziate le industrie nazionalizzate allorchè si provvedevano di fondi con emissioni sul mercato, garantite dal Tesoro. Tale meccanismo si applica tuttora alle emissioni pubbliche.

(1) Anche nella supposizione che il Comitato non abbia voluto dare agli obiettivi di politica monetaria, con l'elencazione che appare nel testo, un grado di priorità, è interessante rilevare come diverso sia l'ordine enunciato dal Cancelliere dello Scacchiere nel dibattito alla Camera dei Comuni sul Rapporto stesso. Egli ha infatti dichiarato: « Noi siamo innanzi tutto e senza discussione impegnati a difendere la sterlina, a mantenere stabile la bilancia dei pagamenti ed a tener d'occhio le nostre esportazioni affinché vengano fatte a quei prezzi che gli altri paesi sono disposti a pagare ». Ed è soltanto successivamente che ha sottolineato il « desiderio di raggiungere un alto grado di occupazione senza incorrere nei rischi e nelle ingiustizie sociali provocate da una continua diminuzione del valore della moneta »; e poi « un aumento costante del livello di vita ». In questo modo — è stato giustamente commentato — il Governo, pur confermando l'insieme degli obiettivi designati dal Comitato, ha dato loro una graduatoria che quest'ultimo sembrava aver esitato a precisare.

«Talune emissioni sono effettuate direttamente in favore dei "Commissari del Debito Nazionale" ed in questo caso ne risulta una diminuzione dell'ammontare che detti Commissari usano prestare al Tesoro il quale dovrà, a sua volta, per i propri fabbisogni, prendere in prestito una somma equivalente dal mercato; in definitiva quindi il Tesoro deve, per finanziare le industrie nazionalizzate, effettuare operazioni di prestito. La maggior parte delle emissioni, però, viene lanciata sul mercato ed in tal caso l'ammontare non sottoscritto dal pubblico al momento dell'emissione viene preso in portafoglio dal Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra e venduto successivamente, per il tramite del "broker" governativo, ai prezzi di mercato e man mano che se ne offre l'opportunità. Nella misura in cui il Dipartimento di emissione sottoscrive i titoli non venduti, esso è costretto a diminuire di altrettanto i propri prestiti al Tesoro e quest'ultimo sarà a sua volta forzato a rivolgersi al mercato offrendo "Treasury bills" (cambiali del Tesoro fino a tre mesi): di fatto, quindi, le autorità sono obbligate ad aumentare il totale dei Treasury bills al fine di poter finanziare le industrie nazionalizzate e questo stato di cose perdura finchè il Dipartimento di emissione non sia riuscito ad esitare tutti i titoli che aveva dovuto assorbire al momento del lancio. Nella misura addizionale, infine, in cui il sistema bancario ha sottoscritto Treasury bills, esso non ha fatto che sostituire i prestiti che le industrie nazionalizzate contraevano presso le banche; pertanto, questo "consolidamento" delle anticipazioni bancarie ha finito per rendere più liquide le banche».

Tale sistema venne sospeso nel 1955 allorchè, di fronte alle crescenti difficoltà che si opponevano all'assorbimento da parte del pubblico delle nuove emissioni, il Governo si rese conto del duplice rischio di provocare, presso la Banca d'Inghilterra, un «ingolfamento di titoli invendibili» e, nel sistema bancario, un aumento anzichè una diminuzione di liquidità. Da allora ed a parte un limite massimo fino al quale possono tuttora, per necessità temporanee di cassa, ricorrere ad anticipazioni del sistema bancario, le industrie nazionalizzate provvedono al proprio fabbisogno di capitale con anticipazioni dirette dal Tesoro.

Le fonti dalle quali il Tesoro trae i fondi per finanziare le industrie nazionalizzate (che insieme alle «autorità locali» impegnano la parte maggiore delle spese che figurano nel bilancio inglese nella suddivisione denominata «sotto la linea», all'incirca corrispondente alla nostra dei «movimenti di capitale») si ripartiscono in tre categorie principali:

a) risorse interne di cui le autorità hanno la disponibilità più o meno diretta;

b) fondi attinti dal pubblico sotto forma di titoli non negoziabili («non-market borrowing»);

c) fondi ottenuti in prestito dal pubblico contro titoli negoziabili («market borrowing»).

Le risorse di cui ad a) consistono essenzialmente nelle disponibilità in temporanea eccedenza accreditate nei conti intestati presso la Banca d'Inghilterra al nome dei vari Ministeri, nonchè in disponibilità dei fondi extra-bilancio quali sono, ad esempio, i fondi dell'Assicurazione Nazionale e quelli del Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra. Le prime sono generalmente prestate al Tesoro tramite le cosiddette anticipazioni «ways and means». Interessante è la descrizione del meccanismo del Fondo stabilizzazione cambi (anchè per un raffronto con il sistema secondo il quale vengono da noi regolati i rapporti, allo stesso fine, tra Banca d'Italia e Ufficio Italiano Cambi) in quanto chiarisce un meccanismo che, a prima vista, potrebbe sorprendere: quando il paese, grazie ad una bilancia attiva dei pagamenti, accumula oro, il Tesoro si indebita, mentre quando ne perde, la situazione debitoria del Tesoro si alleggerisce. Lo stesso fenomeno si verifica con un aumento o una diminuzione della circolazione fiduciaria.

«Il capitale del Fondo stabilizzazione cambi (originariamente costituito con disponibilità in sterline prelevate dal Fondo Consolidato) è prestato al Tesoro quasi per intero contro Treasury bills "on tap" e per il residuo, che è semplicemente un modesto saldo di esercizio, contro anticipazioni "ways and means". Allorchè il Fondo acquista oro o divisa estera, ne finanzia l'acquisto traendo sul proprio capitale in sterline. Di pari somma verrà allora a ridursi il saldo che il Fondo tiene a prestito presso il Tesoro e di altrettanto dovrà poi quest'ultimo rifornirsi prendendo a sua volta in prestito dal mercato. Di fatto, quindi, il Governo si fa prestare sterline per venderle sul mercato dei cambi. Nel caso inverso, in cui debba cedere oro e divise, il Fondo incasserà sterline che poi presta al Tesoro il quale diminuirà di altrettanto il suo debito verso il mercato».

Ne consegue che, a parte determinati casi, ogni aumento o diminuzione nelle riserve comporta rispettivamente un accrescimento o una diminuzione nel debito fluttuante. Un risultato pressochè analogo si riscontra nei movimenti della circolazione fiduciaria: ad ogni aumento di essa, infatti, fa riscontro un afflusso corrispondente di fondi al Tesoro in quanto la Banca d'Inghilterra investe presso quest'ultimo la contropartita del-

l'emissione stessa. Una riduzione della circolazione fiduciaria ha invece un effetto opposto in quanto finisce per tradursi in un corrispondente rimborso di fondi dal Tesoro alla Banca.

*I fondi di cui a b)* sono quelli che il Tesoro trae, in generale, dal piccolo risparmio privato contro emissione di certificati di risparmio nazionale, buoni della difesa, buoni di risparmio a premio, oppure dalle sezioni ordinarie delle banche (o casse) fiduciarie di risparmio. Tutte queste disponibilità (che, al 31 marzo 1959, ammontavano a 6.045 milioni di sterline) sono generalmente versate, dagli istituti raccoglitori, nel « Post Office Savings Bank Fund » e nel « Fund of the Banks for Savings », gestiti ambedue dai « National Debt Commissioners » che li investono in titoli dello Stato e li tengono poi in portafoglio a garanzia dei depositanti. In generale le prime operazioni che questi Fondi effettuano con il Tesoro consistono in anticipazioni « ways and means » e in acquisti di Treasury bills « on tap »; poi man mano che si attuano emissioni a medio e lungo termine essi partecipano alle sottoscrizioni nella misura suggerita dalle necessità di ripartizione del portafoglio. Tutti questi acquisti, come pure le eventuali vendite per modifiche di scadenza o altro, sono effettuati in contropartita con il Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra.

La terza fonte di disponibilità consiste nell'emissione sul mercato di titoli dello Stato. A detta delle autorità, tali emissioni non sono mai state fatte, tranne una sola eccezione, a prezzi contrastanti con quelli correnti di mercato; in altri termini il Governo sostiene di non aver mai cercato di influenzare, con una emissione di titoli, il livello dei corsi del momento.

In generale e come norma di condotta il Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra assorbe, ad ogni emissione, tutti i titoli che non siano stati sottoscritti dal pubblico, per cui esso Dipartimento viene definito nel Rapporto come il « sottoscrittore e garante delle emissioni statali ». In prosieguo di tempo esso poi riversa sul mercato, ai prezzi del giorno, i titoli acquistati. Nei riguardi del Tesoro, la prima parte dell'operazione si traduce in una diminuzione dei prestiti precedentemente accordatigli dalla Banca d'Inghilterra; il Tesoro, cioè, o riduce l'esposizione debitoria che aveva verso l'Istituto di emissione sotto forma di « ways and means advances », oppure ritira da esso dei Treasury bills; man mano poi che i titoli vengono venduti sul mercato, la Banca d'Inghilterra ne ripresta il ricavato al Tesoro, nuovamente sotto forma sia di anticipazioni, sia di Treasury bills. Questi titoli, che il Dipartimento di emissione dapprima immette in portafoglio e successivamente esita sul mercato, costituiscono uno dei mezzi principali con i quali le autorità possono influire sul red-

dito e sui prezzi dei titoli di Stato (e quindi indirettamente sui vari costi del denaro); il mercato fin tanto che sa che le autorità dispongono ancora di un determinato titolo, è anche in grado di giudicare con sufficiente approssimazione, dal prezzo al quale ne viene consentita la vendita, quale sia il livello di tassi che si cerca ufficialmente di mantenere. Questo — assicurare cioè il proprio controllo sui tassi — è il motivo per il quale le autorità a loro volta cercano di aver sempre a disposizione un determinato quantitativo di titoli sia a media che a lunga scadenza; e si vuole anche che, recentemente, la principale considerazione che ha influito per determinare il momento nel quale effettuare una emissione sia stata la preoccupazione di mantenere presso il Dipartimento di emissione, ai fini ora accennati, un'adeguata riserva di titoli.

L'altro aspetto importante dell'operato delle autorità in materia di titoli di Stato è il tempestivo riassorbimento man mano che se ne avvicina la scadenza; nello stesso modo, cioè, in cui le vendite contribuiscono a dilazionare nel tempo il collocamento presso il pubblico di una data emissione, così il riacquisto ne consente il rifinanziamento attraverso un maggior periodo di tempo, evitando, nell'un caso come nell'altro, il pericolo e gli inconvenienti di grosse operazioni nello spazio di pochi giorni. Nei riguardi del Tesoro questa opera di rastrellamento di titoli in prossima scadenza ha lo stesso effetto della sottoscrizione, al momento della emissione, da parte della Banca d'Inghilterra; questa ultima infatti, al fine di procurarsi i fondi con i quali procedere a tali acquisti, deve richiamare parte dei fondi concessi precedentemente in prestito al Tesoro.

Dal punto di vista generale del finanziamento dei fabbisogni del Tesoro ciò che conta è il risultato netto di tutte queste operazioni, che se le autorità riescono a vendere al pubblico più di quanto il pubblico chiede loro in rimborso, il Tesoro potrà di altrettanto finanziare il proprio disavanzo netto di cassa (dopo aver utilizzato anche le altre fonti) senza allargare le basi creditizie del sistema bancario, senza cioè essere costretto ad emettere Treasury bills. Per giudicare della importanza di siffatte operazioni basti pensare che ogni anno vengono in media a scadenza (tra debito proprio del Tesoro e debito dei vari enti pubblici) e devono quindi essere rifinanziate, somme varianti tra 600 milioni e un miliardo di sterline.

Un accenno ai Treasury bills. Trascuriamo la tecnica di emissione, nonché la suddivisione tra « bills on tender » e « bills on tap »: aspetti noti e sui quali, del resto, poco aggiunge il Rapporto. Il Rapporto però chiarisce come la Banca d'Inghilterra, allorchè immette fondi liquidi nel mercato per consentirgli, a sua volta, di sottoscrivere Treasury bills, in effetti presti al Tesoro. Preferendo prestare al mercato anzichè diretta-

mente al Tesoro, la Banca d'Inghilterra tende a mantenere il suo controllo sul primo, dato che ad esso può imporre le proprie condizioni, anche se soltanto per quanto riguarda il tasso d'interesse e i termini di rimborso. Dal punto di vista del Tesoro l'indebitamento ha luogo verso le banche e non verso l'Istituto di emissione; dal punto di vista del mercato si ha una trasformazione di liquido (di depositi presso la Banca d'Inghilterra) in Treasury bills. Tale trasformazione non sembra avere particolare rilevanza, in quanto le tre voci che concorrono a costituire il cosiddetto rapporto di liquidità del 30% (contante in cassa o depositi presso l'Istituto di emissione + danaro alla giornata + Treasury bills) praticamente e ai fini delle possibilità di concessione di credito bancario si confondono.

L'argomento avanzato però dalle autorità per giustificare la preferenza del prestito al mercato rispetto al prestito diretto al Tesoro è che, ove il « contante » non venisse diminuito, le banche avrebbero tendenza a prestarne in maggior copia alle Case di sconto, abbassando il costo del danaro; le Case di sconto non mancherebbero di approfittarne per investire in titoli di Stato provocando rialzi di corsi e diminuzioni di reddito in misura che potrebbe essere non gradita alle autorità. Infine, se ed in quanto il Tesoro debba ricorrere alla Banca d'Inghilterra per necessità improvvise e temporanee di cassa, esso preferisce farlo tramite le anticipazioni « ways and means », le quali, in effetti, raramente sono mantenute in essere per più di un giorno.

#### GLI ISTITUTI FINANZIARI DEL « SETTORE PRIVATO ».

« Questo capitolo offre la descrizione più aggiornata della struttura finanziaria della Gran Bretagna; per gli studiosi di tecnica bancaria esso costituirà per molti anni una lettura obbligatoria » — così si esprime al riguardo un noto scrittore inglese di economia (2). Gli autori però fanno subito comprendere nel paragrafo introduttivo che tale descrizione non ha fine scolastico ma è loro di aiuto per suffragare due tesi che ricorrono sovente in tutto il Rapporto: l'unicità sostanziale del mercato del credito, sia esso a lungo che a breve termine; la maggiore importanza che, in un sistema finanziario considerato nel suo insieme e quindi a prescindere dalla varietà degli istituti che lo compongono, la « posizione di liquidità » ha rispetto all'« offerta di moneta ».

(2) P. BAREAU, *The Radcliffe Report*, nel « Journal of the Institute of Bankers », ottobre 1959.

Tutti i gruppi di istituti che fanno parte del sistema bancario sono quindi esaminati principalmente sotto il punto di vista della loro potenzialità di credito, e cioè della loro influenza sulla situazione generale di liquidità.

L'esposto ha inizio con quelle che vengono definite la « fonte predominante del finanziamento a breve », e cioè con le *Clearing Banks* delle quali esamina dapprima i depositi nella loro composizione (alla fine del 1958: 60% in conto corrente e 40% a preavviso); ne critica poi velatamente l'« atteggiamento restrittivo » (leggi: indifferenza) nella raccolta dei medesimi tra i piccoli risparmiatori — atteggiamento che ha finito per provocare una « minore partecipazione (delle Clearing Banks) all'attività creditizia di tutto il sistema ». Per quanto riguarda le poste dell'attivo (a metà del 1959: 35% « attività liquide », 27% « investimenti » in titoli e 38% « prestiti e anticipazioni »), si rileva la teorica insistenza delle Clearing Banks per una politica di prestito a breve in conseguenza della quale i crediti alla clientela si mantengono tuttora, rispetto ai depositi, troppo al disotto di quel rapporto di 60% (3) che era invece consuetudinario prima del 1930. (Fanno le spese della critica i direttori delle filiali « riluttanti ad impegnare i fondi della banca per periodi che vadano oltre gli utilizzi temporanei, i soli che essi siano in grado di giudicare « prontamente » » 1)

Questa sezione termina rilevando un elemento di forza ed un elemento di debolezza delle banche commerciali nei confronti delle autorità. Le banche infatti, se ed in quanto dispongano di un portafoglio titoli con scadenze ben distribuite, possono anche non temere, entro determinati limiti, talune restrizioni al credito poichè, non rinnovando i titoli che vengono a maturazione, hanno sempre la possibilità di alimentare le « attività liquide » e di sottrarsi così alla necessità di realizzarli, in perdita, dei loro « investimenti » (portafogli titoli). D'altra parte, però, ove si sommi *tutta* la carta di Stato che esse detengono in portafoglio (e cioè Treasury bills più gli altri titoli a media e lunga scadenza), si trova che l'insieme dei prestiti fatti al settore pubblico si è in questi ultimi anni gonfiato considerevolmente (43% dei depositi a metà 1959); onde una maggiore vulnerabilità delle banche a mutamenti di forma e di condizioni del debito

(3) Nella relazione presentata agli azionisti (gennaio 1960) il Presidente della Barclays Bank confuta l'esattezza di questa percentuale, semmai raggiunta eccezionalmente nel passato da qualche istituto singolo. Ritiene però auspicabile un aumento dall'attuale livello di circa 40% a 45% ed anche ad un massimo di 50% se ed in quanto la situazione lo consenta e le necessità della clientela lo richiedano.

pubblico, nonchè a indirizzi di politica monetaria che le autorità possono svolgere tramite la gestione o la manovra del debito stesso.

Non risulta chiaro quale di questi due elementi sia dal Rapporto giudicato di maggior peso. Un'indicazione si può ricavare indirettamente dalle considerazioni conclusive; ivi, alla maggiore influenza che le autorità possono ora avere sulle banche viene opposto l'effetto nettamente minore che questa stessa influenza esercita sulle possibilità di credito a tutto il settore privato a seguito dell'importanza relativamente crescente che, nell'ultimo trentennio, hanno assunto altri istituti intermediari del credito.

Passando alle *banche scozzesi*, ci limiteremo a rilevarne alcune peculiarità. Per quanto quasi tutte le sei principali banche scozzesi abbiano legami più o meno stretti con quelle londinesi, esse sono organizzate come istituti ben distinti, la cui gestione quotidiana rimane del tutto indipendente dalle consorelle inglesi. Esse hanno ed esercitano tuttora il diritto di emissione; il massimo consentito della circolazione fiduciaria di biglietti di banca è di £ 2,7 milioni, con facoltà di emetterne ulteriormente, purchè coperti al 100% da biglietti della Banca d'Inghilterra.

Al contrario delle grandi banche inglesi, quelle scozzesi si sono sempre interessate alla raccolta anche del piccolo risparmio. Circa i rapporti di cassa e di liquidità, i limiti non sono rigidi nè coincidono con quelli inglesi; lo stesso dicasi per i tassi sui depositi, per quelli sui crediti e per i margini consuetudinari rispetto al tasso ufficiale di sconto. Se, nonostante questa mancanza di uniformità, l'influenza della Banca d'Inghilterra sulle banche scozzesi rimane considerevole, ciò è dovuto più al prestigio di Londra come centro finanziario che non ad un sistema di regole imposte.

Seguono le *Case di sconto*, la cui caratteristica principale, nel quadro e nel funzionamento del sistema monetario britannico, è quella di essere i soli istituti cui la Banca d'Inghilterra concede il privilegio ed il diritto di ricorrere ad essa quale mutuante di *extrema ratio* (« lender of last resort »). La qualifica di « istituti di sconto », se applicata alla carta commerciale (per la quale essi sorsero e si affermarono nel passato), è divenuta un po' anacronistica. Nonostante sforzi recenti, la tratta classica del commercio internazionale non è più riuscita a riguadagnare il posto d'onore occupato nel passato. Su un totale di attività per £ 1.053 milioni che le dodici Case di sconto, aderenti alla speciale Associazione di categoria, portavano in bilancio a fine 1958, il portafoglio commerciale non arrivava, con £ 70 milioni, al 7%, contro £ 594 milioni di Treasury bills e £ 321 milioni di altri titoli dello Stato, rispettivamente circa 56% e 30%. Di gran lunga più importante — e sempre molto apprezzata dalle autorità —

è invece la loro funzione di istituti intermediari per il cui tramite viene iniettato nell'organismo bancario quel tanto di mezzi liquidi marginali necessari all'economia in generale oppure occorrenti alle banche per mantenere le riserve di cassa sul punto di equilibrio rappresentato dalla percentuale dell'8%.

Si è detto or ora che le Case di sconto sono gli unici istituti che abbiano « diritto » a ricorrere all'Istituto di emissione in caso di bisogno. L'intero meccanismo del mercato di Londra fa perno su questa possibilità: le Clearing Banks e quasi tutte le altre principali banche della piazza prestano tranquillamente danaro alle Case di sconto in quanto, ove lo necessitino immediatamente di ritorno, sanno che le Case potranno sempre ottenerne dalla Banca d'Inghilterra, vuoi vendendole parte del loro portafoglio vuoi chiedendole anticipazioni contro garanzia dello stesso. Ma questa possibilità, se rappresenta un diritto e un privilegio per le Case di sconto, costituisce, al contempo e per converso, l'arma principale di cui si avvalgono le autorità per regolare l'afflusso e il deflusso delle disponibilità liquide, e quindi il loro prezzo.

Il Rapporto non si diffonde particolarmente su questo aspetto tecnico, ma rivolge piuttosto la sua attenzione all'attività delle Case di sconto nel campo dei Treasury bills e dei « bonds » (o titoli di Stato a media scadenza) per criticare, nel primo caso, taluni metodi e concezioni correnti e per giungere, nel secondo, alla conclusione, invero un po' strana, che « quanto più sviluppati sono i mercati finanziari e quanto maggiore è l'elasticità con la quale operano, tanto più grande sarà l'attrattiva esercitata dalla carta governativa e più difficile il problema di controllare la liquidità del pubblico ». Con espressioni meno involute ciò sembra significare che più si facilita, attraverso una elevata tecnica di mercato, la possibilità di mobilitare un debito dello Stato, più difficile diventa poi contrastare nel pubblico una tendenza alla liquidità oppure impedirgli di avvalersi, quando lo desidera, di questa stessa possibilità.

Il Rapporto nega l'importanza dell'elemento stabilizzatore determinante che si tende ad attribuire all'azione delle Case di sconto nella formazione del prezzo dei Treasury bills alle aste settimanali. La ragione storica — avere cioè nell'interesse del buon nome del Tesoro la sicurezza della copertura integrale dell'asta cui le Case di sconto sono impegnate in caso di necessità — non avrebbe più validità in quanto la domanda di Treasury bills, da parte di tutti gli altri istituti, ha una potenzialità di espansione tale da coprire in abbondanza qualsiasi margine lasciato eventualmente scoperto dalle Case di sconto.

Più importante invece viene ritenuta la funzione delle Case quali animatrici di un mercato, efficientissimo, in strumenti monetari (bills) e finanziari (bonds) di grande convenienza per il Tesoro.

Il giudizio conclusivo sulle Case di sconto, che da tempo costituiscono una delle caratteristiche più peculiari del mercato londinese, non è però molto lusinghiero, anche se espresso con cautela. Si dice, in sostanza, che pur non essendo indispensabili, esse alleviano, con il loro lavoro, le altre banche dalla preoccupazione di risolvere problemi temporanei di liquidità, permettendo così loro di concentrarsi sul compito maggiore della distribuzione di crediti per la produzione di beni e di servizi. Di esse Case, in fondo, si potrebbe anche fare a meno, ma poiché ci sono e fanno un lavoro a costo veramente basso, tanto vale mantenerle — questo è in sostanza il verdetto finale!

Descrizioni ed elementi non meno interessanti ma che è impossibile, in queste pagine, richiamare in dettaglio sono successivamente forniti, dal Rapporto, sulle Case di accettazione, sulle banche coloniali ed estere, sulla pleiade di istituti finanziari (forse 1.200) connessi specialmente con il sistema degli acquisti a rate, sulle Case di emissione (di titoli), sulle (440) compagnie di assicurazione, sui fondi pensione, sugli istituti fiduciari, sugli « Unit Trusts », sulle « Building Societies » (società di credito ipotecario), nonché, infine, sulle fonti di auto-finanziamento commerciale.

Per queste ultime segnaliamo soltanto, per l'interesse e la novità, la cifra totale di circa £ 2.600 milioni quale risultava, a fine 1956, dai bilanci delle società le cui azioni sono quotate in Borsa, sotto la voce « debitori commerciali »; nonché l'altro rilievo (esso pure significativo per la limitata influenza dell'azione delle autorità sulla liquidità generale del sistema quando questa azione deve limitarsi alle sole banche) che mentre il credito concesso a queste società da « creditori commerciali » superava, sempre alla stessa epoca, i due miliardi di sterline, il credito da fonti bancarie (tra prestiti e scoperti) non raggiungeva £ 450 milioni.

Il capitolo in esame si conclude con l'osservazione che, nonostante la grande varietà e specializzazione, non esiste vera e propria divisione tra « mercato del credito » o monetario e « mercato dei capitali ». Anche le banche, in particolare quelle commerciali, che con tanta insistenza pretendono di concentrare la propria attività sul credito a breve termine, hanno poi in portafoglio titoli irredimibili dello Stato e concedono crediti, specie agli esportatori, fino a cinque anni e oltre. Tutte poi, nonostante certi principi di massima circa la composizione delle attività, sembrano disposte a trasferire parte dei loro fondi da investimenti a breve a investimenti a lungo

termine o viceversa, a seconda della maggiore o minore convenienza del momento.

La stessa relativa facilità di spostamento da una fonte all'altra di credito e dal breve al lungo termine o viceversa è stata riscontrata presso i mutuatari, disposti a finanziarsi con scoperti laddove normalmente sarebbero ricorsi a prestiti a lungo respiro, oppure a indebitarsi a più anni nel caso in cui trovino difficile il credito bancario a breve. Questa conclusione costituisce quindi la premessa per l'altra, e cioè che se le autorità non riescono ad influire sulla liquidità di tutto il sistema, la loro azione monetaria non potrà che avere effetti limitati.

#### LA BANCA D'INGHILTERRA.

Alla Banca d'Inghilterra sono dedicati due capitoli distinti: nell'uno (il V) viene esposta l'attività dell'Istituto di emissione nelle sue specifiche funzioni di nune tutelare della sterlina ed in quelle di supremo regolatore tecnico del mercato monetario e finanziario interno; nell'altro (il IX) se ne descrive l'organizzazione e lo status nei rapporti col Governo, specie in merito alla formulazione della politica monetaria e finanziaria (in questo capitolo IX si suggeriscono talune modifiche degne di nota).

L'attività della Banca viene esaminata sotto due angoli differenti: a seconda cioè che sia rivolta al settore esterno o a quello interno; oppure a seconda che l'Istituto funzioni da agente puro e semplice del Tesoro oppure agisca in un settore di maggiore autonomia e responsabilità, distinto con la qualifica di « affari della Banca ».

Nel primo campo (« the external business ») l'attività si estrinseca principalmente nella gestione del Fondo di stabilizzazione (al cui meccanismo abbiamo già fatto cenno), negli interventi sul mercato dei cambi e dell'oro, nei rapporti con le altre Banche centrali e nella partecipazione ad organismi internazionali. Pur ammettendo che in questo campo sia necessaria una stretta coordinazione con altri organi di Governo, il Rapporto riconosce che le operazioni relative possono essere condotte soltanto da esperti di alto valore e conclude che, essendo indubbiamente difficile dissociare la formulazione di una politica dalle operazioni tecniche che la devono attuare, la Banca viene inevitabilmente chiamata a recare un importante contributo nella formulazione stessa.

Sotto l'altro volto (« domestic business »), la Banca si presenta come il banchiere del Governo, l'intermediario di mercato tra settore pubblico e settore privato, la fonte ultima di risorse liquide per tutta l'economia del paese. Essa quindi deve dapprima svolgere le normali funzioni di cassa

per il Tesoro, ma deve soprattutto provvedere a trovarli sul mercato i fondi normali e straordinari di cui necessita; in quanto, poi, questi fabbisogni finiscono per tradursi in titoli di debito pubblico che hanno un mercato ed un prezzo, la Banca dovrà non solo operare in modo da sottrarre il mercato a fluttuazioni violente di corsi, ma anche orientarlo in questa o in quella direzione a seconda della politica di tassi d'interesse che le autorità intendono perseguire. Trattasi, in sostanza, delle « operazioni di mercato aperto » per la cui esecuzione materiale la Banca utilizza i servizi di una modesta Casa di sconto, conosciuta con l'appellativo di « special buyer », per la compra-vendita di Treasury bills, oppure di un particolare agente di cambio, il « Government broker », per la compra-vendita di titoli a media e lunga scadenza. Ove, ad esempio, si tenda, tramite una rarefazione di disponibilità liquide, a forzare al rialzo il costo del danaro a breve, la procedura normale è di aumentare la quantità di Treasury bills in offerta alle aste del venerdì oppure di diminuire, durante la settimana, gli acquisti ufficiali di tale carta dal mercato, o anche di immettervene in misura maggiore di quella normalmente richiesta.

Il meccanismo di tale procedura si può schematizzare come segue: il primo effetto che essa produce è di contrarre il livello dei depositi intrattenuti dalle banche commerciali presso l'Istituto di emissione (i Treasury bills vengono infatti pagati mediante trasferimento dei « bankers deposits » ai « public deposits » in essere alla Banca d'Inghilterra); le riserve di cassa delle banche commerciali scendono sotto l'8% richiesto e, per ricostituirle, le banche diminuiscono o richiamano i prestiti fatti alle Case di sconto; queste ultime, per poter fronteggiare tali richieste di rimborso, sono costrette a ricorrere alla Banca d'Inghilterra che però applica loro un prezzo, rappresentato dal tasso ufficiale di sconto, che è più elevato di quello di mercato, in genere di circa 1-1,75%. Le Case di sconto, a loro volta, per compensare questa maggiore spesa o comunque ridurre la perdita, dovranno elevare i propri tassi attivi nei confronti del mercato oppure del Tesoro stesso, abbassando in quest'ultimo caso il prezzo di offerta (aumentando cioè il saggio d'interesse sui Treasury bills) all'asta successiva.

Rileviamo che questa tecnica è interessante non soltanto in quanto costituisce uno degli strumenti principali usati dalla Banca d'Inghilterra per influire sul prezzo del danaro a breve e quindi su un importante settore della liquidità del sistema bancario, ma anche perchè essa — come già accennato — è alla base di tutto il funzionamento del sistema monetario britannico, fondato sulla consapevolezza che la Banca d'Inghilterra non si rifiuterà mai di prestare danaro alle Case di sconto. Le banche

commerciali possono allora mantenere con tutta tranquillità le proprie riserve di cassa, infruttifere, alla percentuale minima di 8% in quanto sanno che, se tale percentuale dovesse diminuire, possono sempre ed immediatamente reintegrarla facendosi restituire i prestiti concessi alle Case di sconto, ossia traendo sul cosiddetto « call money » che costituisce la prima linea di riserva (la seconda è composta di carta commerciale e di Treasury bills).

Un'altra via per agire sulla liquidità del sistema bancario è quella che passa (con altre « operazioni di mercato aperto ») per la compra-vendita, tramite sempre la Banca d'Inghilterra, sia di « short bonds » (o semplicemente, in gergo, di « shorts »: titoli dello Stato fino a cinque anni), sia di « long bonds » (o titoli dello Stato a più di cinque anni); in questo caso il perno del meccanismo è la « convenzione » che esige un totale minimo di « attività liquide » del 30% (4) rispetto al totale dei depositi. Ambedue questi limiti (8% e 30%) sono divenuti operativi a seguito di accordo spontaneo tra le banche che li hanno individuati sulla base dell'esperienza. Essi hanno avuto l'assenso più o meno tacito della Banca d'Inghilterra ma non hanno « nulla di sacrosanto »; ciononostante, il Rapporto precisa che « la Banca d'Inghilterra ha scoraggiato le banche dall'accarezzare l'idea di abbassare il limite dell'8% »; circa il limite del 30%, non solo le Clearing Banks lo ritengono « desiderabile », ma il Governatore della Banca d'Inghilterra

« non ha lasciato loro nessun dubbio... che a suo parere esse non dovrebbero permettere di far scendere la propria liquidità considerevolmente al disotto di 30%; ha anzi detto ben chiaro che si riservava tutti i diritti di fare delle osservazioni nel caso che si fossero verificati scarti notevoli ».

Per meglio comprendere il significato di questo linguaggio moderato occorre tenere presente che la Banca d'Inghilterra, pur avendo ricevuto dalla legge del 1946 l'autorizzazione a « richiedere informazioni dai banchieri e far loro delle raccomandazioni » e, se necessario, ad emettere, su direttive del Tesoro, « istruzioni atte ad assicurare che richieste e raccomandazioni abbiano effetto », ha usato dei nuovi poteri con molto ritengo. In realtà, essa non compie accertamenti ispettivi nè sorveglia formalmente la politica o le operazioni delle Clearing Banks. Verso le Case di sconto essa non ha neppure poteri formali di ispezione e di sorveglianza;

(4) Tale totale è così composto: biglietti di banca e depositi presso la Banca d'Inghilterra, 8%; Treasury bills, « call money » e carta commerciale, 22%.



ma i contatti tra le Case di sconto e la Banca, ai vari livelli gerarchici, sono continui, sovente quotidiani, ed in pratica la Banca viene messa dettagliatamente al corrente della loro attività e della loro situazione. Su tutto il sistema bancario, quindi, l'Istituto di emissione esercita una sorveglianza paternalistica che risulta efficiente e sufficiente.

Per rendersi conto di come la Banca riesca ad influire sulla liquidità del sistema bancario, basta pensare alla possibilità che le viene offerta, tramite la compra-vendita delle varie « specie » di debito pubblico, di redistribuire la composizione dei portafogli delle banche.

« Ove, infatti, la Banca, nella sua funzione di gestore del debito pubblico, acquisti Treasury bills e venda, per eguale ammontare, "short bonds", essa mantiene immutato il totale del debito pubblico; induce però il settore privato a tenere obbligazioni statali con scadenza media più lunga; il totale delle attività finanziarie nel portafoglio del settore privato diviene allora meno liquido. Similmente, se essa acquista "short bonds" e vende "long bonds", il settore privato diventerà in questo caso ancora meno liquido; chè se invece dovesse vendere "short bonds" o "Treasury bills" ed acquistare "long bonds", la scadenza media dei titoli in portafoglio si abbrevierebbe e il settore privato diventerebbe più liquido ».

L'operazione di effetto più immediato è quella che diminuisce il quantitativo di Treasury bills, perchè con essa si restringe subito la base prima del potenziale creditizio delle banche; anche l'assottigliamento del portafoglio di « short bonds » riduce però, nelle banche, la prospettiva di vedere automaticamente e rapidamente passare, con l'andar del tempo, una parte del loro portafoglio dalla media alla breve scadenza e quindi ad una categoria di maggiore liquidità. In definitiva, perciò, la Banca d'Inghilterra, sia fissando un tasso base d'interesse sia agendo con compravendite di titoli di Stato, influisce sulla liquidità di tutto il settore privato e sulla struttura dei tassi che la governano.

Da quanto precede sarebbe tuttavia erroneo trarre la conclusione che la Banca d'Inghilterra possa in materia agire liberamente e con potere discrezionale. Per ottenere le accennate redistribuzioni essa deve operare variando l'offerta dei saggi d'interesse rispettivi, oppure variando il prezzo dei titoli. Ma fino a che punto la Banca possa, manipolando i tassi d'interesse, influire sulle redistribuzioni suddette, è problema che rientra in un quadro più generale che il Rapporto considera in un capitolo successivo. Nel capitolo che ora stiamo esaminando esso si sofferma solo sulla tecnica, limitandosi ad affermare che la Banca non può allo stesso tempo

scegliere un tasso d'interesse e determinare la quantità di debito pubblico che sarà, dalle banche, tenuta a quel prezzo: in altri termini, essa non può agire simultaneamente sulla struttura dei tassi d'interesse e sulla composizione del debito.

Passiamo ora ad esaminare brevemente alcuni punti principali relativi alla delicata questione dei rapporti tra Banca d'Inghilterra e Governo (cap. IX).

« Non è facile descrivere in linguaggio formale e con grande precisione quali siano attualmente questi rapporti. Ciò dipende in parte dal fatto che... la pratica di collaborazione con il Governo centrale... si è sviluppata secondo un processo di adattamento svoltosi lungo un considerevole periodo di tempo, senza atti formali o disposizioni statutarie... Nelle nuove circostanze del dopoguerra... ambo le parti hanno cercato di sviluppare e mettere in pratica, quanto alle rispettive funzioni, una suddivisione che, pur riconoscendo chiaramente, in conformità alla legge del 1946, che la volontà del Governo è predominante, accetta i vantaggi di mantenere la Banca quale organismo separato e con vita propria, capace di formulare consigli, opinioni e proposte che sono qualcosa di più di una semplice attuazione di istruzioni superiori ».

Questa descrizione, se così si può dire, della cornice entro cui si svolgono i rapporti tra Banca e Governo, è altrettanto vaga e sfumata quanto lo sono la natura e la pratica delle relazioni in questione. Il Comitato non ritiene di esprimersi in termini favorevoli ad una distinzione di compiti e di responsabilità, quale taluni vorrebbero dedurre dalla stessa formulazione, poco chiara, della legge — e cioè tra l'attività che la Banca esplica quale agente puro e semplice del Governo (specie nella gestione del Fondo di stabilizzazione e nel controllo dei cambi) e l'azione che svolge, fino a quando il Tesoro non intenda intervenire direttamente, secondo concetti di propria responsabilità; in questa seconda attività rientrerebbero essenzialmente la fissazione del saggio ufficiale di sconto, la gestione del mercato del danaro e quella del portafoglio del Dipartimento di emissione. Il motivo di un atteggiamento siffatto — sembra di potersi comprendere — è il timore di vedere questa distinzione di fatto irrigidirsi in principi dogmatici che, se applicati alla lettera, potrebbero avere risultati dannosi, e non necessari, per tutto l'insieme dei rapporti tra Banca e Governo.

La Banca centrale — continua il Rapporto — « è una delle principali autorità che concorrono alla formulazione e all'attuazione della politica monetaria »; pertanto, al fine di programmare e mettere in esecuzione

tale politica, si rende indispensabile una « cooperazione costante, strategica e tattica, tra la Banca centrale e quelle altre autorità che hanno la responsabilità di misure monetarie supplementari o di diversa natura ». Accettando il principio che « in tutto quello che si riferisce alla parte operativa del sistema monetario e creditizio, il punto o i punti di vista della Banca, quali vengono espressi dal Governatore, hanno diritto al massimo peso nei consigli di Governo », il problema centrale dei rapporti tra Banca e Governo diviene quello di assicurare che l'intercambio tra l'una e l'altro sia organizzato in modo che la prima contribuisca alle discussioni di Governo con i consigli e i suggerimenti che solo la sua esperienza tecnica unica e i suoi contatti col mondo bancario e finanziario possono offrire; il Governo, da parte sua, deve aver cura di associare la Banca nella formulazione di tutte quelle decisioni di politica economica che implicano operazioni monetarie.

In definitiva, e poichè tutte le attività dell'Istituto di emissione contribuiscono, in maggiore o minor misura, ad influenzare il sistema monetario, « la vera posizione » (per la Banca) — conclude il Rapporto — « è quella di assumersi, a questo riguardo, un'equa misura di responsabilità nel consigliare (il Governo)... e, dopo aver dato il suo consiglio, di passare all'esecuzione entro i limiti di una determinata politica ».

Con ciò il Rapporto non esprime nessuna idea nuova o contrastante con lo stato di fatto finora esistito. Esso però aggiunge due raccomandazioni principali, che han dato luogo a vivaci discussioni:

1) ha suggerito anzitutto di costituire un Comitato permanente, presieduto dal Cancelliere dello Scacchiere, con carattere di organo consultivo per tenere informate le autorità e consigliarle in tutte le questioni relative al coordinamento generale della politica monetaria. Del Comitato avrebbero dovuto far parte un Sottosegretario al Tesoro, il Governatore, il Vice Governatore e due funzionari della Banca, nonchè quattro rappresentanti del Tesoro e due del « Board of Trade »;

2) l'altra « raccomandazione » riguarda l'annuncio del « saggio di sconto », che dovrebbe essere dato non più dalla « Corte dei Direttori » della Banca, bensì dal Cancelliere stesso onde sottolineare la sottostante decisione di Governo.

In un dibattito alla Camera dei Comuni ove il Governo doveva far conoscere la propria opinione generale sul Rapporto (5), ambedue questi

(5) La seduta alla Camera dei Comuni è stata tenuta il 26 novembre 1959 (v. « Parliamentary Debates (Hansard) House of Commons Official Report », Vol. 614, n. 26).

suggerimenti sono stati respinti — e non è facile giudicare se il divario d'opinioni verte più su questioni di forma o tocca questioni di sostanza.

Per quanto riguarda il primo suggerimento il Governo ha accolto il principio di una più intima e continua collaborazione tra Tesoro e Banca, ma invece di diluire la consulenza di quest'ultima in un Comitato *ad hoc* di carattere prevalentemente ministeriale, ha richiesto la presenza ufficiale e permanente di rappresentanti dell'Istituto in tutti i comitati inter-ministeriali incaricati di formulare indirizzi di politica economica e di consigliare i ministri responsabili sul loro co-ordinamento.

Circa l'annuncio delle variazioni del saggio ufficiale di sconto, l'opinione del Governo sembra contrastare più apertamente con quella del Comitato. Il giudizio sull'opportunità dei mutamenti continua ad essere, di regola, di competenza del Governatore della Banca ma la decisione finale, formalizzata in uno scambio di lettere all'ultimo momento, spetta sempre al Cancelliere dello Scacchiere d'intesa con il Governatore. L'annuncio, però, continuerà ad essere dato dalla Banca non soltanto al fine di evitare il pregiudizievole sospetto che il mutamento le possa essere stato imposto contro la sua volontà, ma anzi per meglio associarvi la sua responsabilità in modo formale ed evidente (6).

#### L'INFLUENZA DELLE MISURE MONETARIE E LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO.

I capitoli VI e VII — che portano i titoli sopra enunciati — costituiscono senza dubbio, nelle intenzioni degli autori, la spina dorsale del Rapporto. In essi i relatori danno libero sfogo alle loro idee, teorie, analisi, giudizi e previsioni. Purtroppo il filo conduttore è sovente più difficile da seguire di quello di Arianna nel labirinto di Creta, e raro è il caso in cui si possa affermare con certezza che una determinata opinione riflette il pensiero chiaro e genuino dei compilatori; non appena essa viene espressa, subentrano quasi subito ripensamenti che lasciano spesso dubbi su dove si sia voluto porre l'accento. Una maniera facile di presentare questi due capitoli sarebbe stata quella di mettere in evidenza queste incertezze e questi ondeggiamenti che non degenerano in nette contraddizioni solo grazie ad un abile processo di redazione; abbiamo però cercato di astenercene

(6) Il primo annuncio con il nuovo sistema è stato fatto il giovedì 3 dicembre 1959. Nel comunicato che, come di consuetudine, viene affisso nell'atrio della Banca non appena terminata la normale seduta settimanale della « Corte dei Direttori », si poteva leggere: « The Bank of England have today decided, with the approval of the Chancellor of the Exchequer, that there shall not be any alteration in the rate of discount this day ».

perchè ciò avrebbe avuto per effetto di far risaltare in misura sproporzionata gli aspetti negativi di un'opera pregevole.

Questa parte del Rapporto esamina dapprima in generale gli obiettivi di un'azione monetaria; passa poi alla descrizione, e all'analisi degli effetti, delle misure adottate nel Regno Unito a partire dal 1951, dal momento cioè in cui considera chiusa la prima parentesi post-bellica; da ultimo, getta uno sguardo a quelle che ritiene potranno essere le condizioni del prossimo decennio, per tentare di individuare le misure da adottare. Fa quindi seguito, in stretta connessione, il capitolo sulla gestione del debito pubblico che ha un interesse particolare intrinseco per la funzione chiave che il Comitato intende assegnare alla gestione stessa.

Iniziamo riassumendo più organicamente il sommario con il quale, a un determinato punto, i relatori cercano, ma con dubbio risultato, di riordinare il loro dire:

— l'obiettivo immediato dell'azione monetaria è di influenzare la domanda complessiva (di beni e di servizi); le misure monetarie peraltro non raggiungono lo scopo direttamente, ma colpiscono dapprima determinati settori provocando quelli che sono denominati « directional effects » e che non sempre rappresentano risultati positivi — ad esempio quando misure restrittive di carattere generale creano ostacoli a specifici processi di innovazione economica;

— l'azione monetaria può esplicarsi sia manovrando i tassi di interesse sia operando sulla situazione di liquidità degli istituti e degli individui. Da una parte, il Rapporto sembra incline a dubitare della idoneità delle variazioni dei saggi di interesse a influenzare la domanda (molto dipende dal peso relativo dell'onere degli interessi rispetto ad altri elementi di costo — e questo rapporto si è attenuato con il passaggio al « settore pubblico » di una porzione sempre maggiore dei grandi programmi di investimenti di capitali). Dall'altra, invece, considera le variazioni della « situazione di liquidità », per la loro influenza diretta sul potenziale creditizio degli istituti finanziari, molto più importanti ed efficaci, tanto da porle al centro dell'azione monetaria — quasi in contrapposto con le variazioni della « quantità di moneta offerta », « elemento non trascurabile ma neppure determinante »;

— la manovra dei saggi di interesse, anche per i limiti che si oppongono ad una loro indiscriminata manipolazione, non può essere pertanto considerata come fine a se stessa, e cioè intesa unicamente a frenare o attuare una pressione sulla domanda; essa deve essere concepita e utilizzata

quale mezzo per influire sulle fonti di liquidità, che sono poi principalmente tutti gli istituti finanziari.

Considerando che questo nucleo di argomentazioni costituisce un po' l'idea madre del Rapporto, torneremo più oltre su di esso. Procedendo, per ora, nella lettura rileviamo che la cronistoria delle misure adottate dalle autorità britanniche dal 1951 ad oggi ha, in questo contesto e per interessante che sia, un'importanza relativa, anche perchè l'individuare la specifica efficacia dei singoli provvedimenti è compito reso difficile (e poco concludente) dall'introduzione e applicazione combinata e concomitante di provvedimenti di natura diversa (il cosiddetto « package deal »).

Una delle constatazioni di maggior rilievo, specie per i riflessi avuti sull'orientamento del pensiero dei compilatori del Rapporto, riguarda gli avvenimenti del 1955, allorchè la riduzione del debito fluttuante operata dalle autorità per un ammontare, in un solo trimestre, di £ 375 milioni non esercitò alcuna azione restrittiva sul potenziale creditizio delle banche. Gli è che queste, avendo portafogli costituiti per quote elevate da titoli di prossima maturazione, poterono mantenere, con un costo relativamente ridotto, un grado di liquidità sufficiente per proseguire in una liberale politica di espansione dei crediti (che aumentarono nello stesso trimestre e in quello successivo per un totale di £ 289 milioni) — sì da costringere successivamente le autorità a passare ad un controllo quantitativo del credito e a misure fiscali e di tipo « diretto ».

Per la maggior parte del periodo in esame le autorità si limitarono a concentrare la loro azione monetaria sui tassi a breve, e precipuamente sul saggio ufficiale di sconto, per due motivi principali: *a*) perchè trattavasi soprattutto di crisi di bilancia dei pagamenti che richiedevano correttivi di effetto immediato — e anche psicologico, specie nei confronti dell'estero — come sono ritenuti quelli conseguenti ad un rialzo del saggio ufficiale di sconto e dei vari tassi ad esso direttamente connessi; *b*) perchè, secondo l'opinione del Comitato, le autorità non solo nutrivano scarsa fiducia nell'efficacia di variazioni dei saggi a lunga scadenza, ma li ritenevano troppo onerosi da un punto di vista valutario (in quanto suscettibili di incoraggiare un eccessivo accumulo di saldi fruttiferi in sterline).

L'opinione conclusiva sull'uso fatto, dalle autorità, delle misure monetarie nel corso del periodo esaminato non sembra favorevole. Dette misure hanno cagionato « directional effects » sovente pregiudizievoli; inoltre, sia per mancanza di « coesione » nel sistema finanziario sia per l'esistenza di altre possibilità di finanziamento, non hanno prodotto, nonostante l'inaridimento di talune fonti bancarie di credito, effetti generalizzati. Pressochè trascurabile viene parimenti giudicato il controllo esercitato

sulle emissioni di capitali dal « Capital Issue Committee ». Cosicché, dopo aver affermato (ma senza offrirne giustificazione) che tutto quello che si dovrebbe richiedere dalle misure monetarie è un aggiustamento marginale della pressione della domanda dell'ordine di £ 100 milioni e che soltanto i provvedimenti restrittivi sulle vendite a rate hanno agito in questa direzione, il Rapporto condensa il giudizio sul passato nella frase che segue:

« ... gli strumenti convenzionali non sono riusciti a mantenere il sistema in equilibrio armonico ed allorché la pressione crescente della domanda ha costretto il Governo ad agire, la necessità di ottenere risultati immediati ha portato a concentrare le misure d'intervento principalmente sul fronte degli acquisti a rate e su quello degli investimenti pubblici, cui potevasi dopo tutto provvedere anche con decisioni amministrative... Tutto ciò è ben lungi da quel modo, diffuso e duttile, di far sentire la propria efficacia, che si dice sia la virtù dell'azione monetaria; non è questa di certo la mano appoggiata delicatamente sul volante e che mantiene il veicolo ben guidato nella posizione giusta sulla strada »;

e, concludendo, ammette che parte dei giudizi espressi sul passato è fondata più su « impressioni » ricevute che non su elementi precisi di fatto; onde la raccomandazione, sviluppata più avanti in apposito capitolo, di intensificare e approfondire la raccolta e l'elaborazione di dati statistici.

Nel volgere poi lo sguardo al decennio che si inizierà nel 1960, il Rapporto, pur ammonendo prudentemente che trattasi di speculare « su un futuro che può essere dominato da avvenimenti che nessuno è in grado di prevedere » ritiene di poter individuare taluni elementi che riassumiamo di seguito:

— innanzi tutto il « settore pubblico » aumenterà di peso e di importanza;

— non vi sarà scarsità di domanda sulle risorse reali del paese; il dubbio semmai, in questo campo, verte sulla possibilità di mantenere la domanda di capitali nel « settore privato » ad un livello alto e costante e relativamente indipendente dalle condizioni finanziarie;

— l'azione sui tassi di interesse, se vorrà colpire la liquidità alle fonti, dovrà evitare di condurre ad una loro stabilità eccessiva ed assoluta e dovrà anche essere più energica ed elastica; per riuscire poi veramente efficace essa dovrà estendersi al settore dei tassi a lunga scadenza provocando fluttuazioni molto più ampie ma non violente. Da una parte — osserva il Rapporto — una stabilità troppo pronunciata finirebbe per

distruggere ogni possibilità di controllo sulla liquidità del sistema; dall'altra, le fluttuazioni violente avrebbero effetti perturbatori in un settore delicato com'è quello dei grandi piani di investimenti fissi e forse non raggiungerebbero talvolta neppure lo scopo. L'essenziale è di convincere tempestivamente gli operatori che trattasi di mutamenti duraturi che li devono obbligare a rivedere o adattare eventualmente i loro programmi a lunga scadenza. Pertanto la politica monetaria potrebbe riassumersi, distinguendosi da quella passata sotto due aspetti principali, come segue: le autorità

— dovrebbero manovrare più i tassi a lunga scadenza che non quelli a breve utilizzando a tale fine, con maggiore duttilità e frequenza, la gestione del debito pubblico;

— non dovrebbero lasciar sussistere dubbi quanto alle proprie intenzioni future, in modo da offrire tempestivamente, ai mercati, possibilità di adeguamento.

Circa l'azione da svolgere sul sistema bancario al fine di « colpire » la « situazione generale di liquidità » il Rapporto si dichiara contrario a controlli diretti per il loro carattere discriminatorio e neanche prende in considerazione, come metodo normale, l'imposizione di misure restrittive quantitative sui prestiti alla clientela suggerendo, peraltro, l'eventualità di fissare un rapporto percentuale tra questi ultimi e l'ammontare dei depositi. Fa poi un cenno fuggevole, ma senza discuterne, del progetto di « depositi obbligatori » presso l'Istituto di emissione. Per converso, non soltanto si dichiara favorevole a rendere obbligatoria, anche statutariamente, l'attuale consuetudine del rapporto di liquidità di 30%, ma vorrebbe conferito alle autorità il potere di elevare il rapporto suddetto, se e quando necessario. E le « direttive », che la legge già autorizza ad impartire, dovrebbero potersi estendere a tutti gli istituti finanziari, anche se divisi in settori e categorie diverse, e non essere limitate, come lo sono attualmente, alle sole banche vere e proprie, specie alle Clearing Banks.

In tal modo il Rapporto giunge ad una delle sue prime conclusioni di fondo, se tale può essere qualificata la serie di atteggiamenti negativi e, in qualche caso, contraddittori con cui viene riassunto quanto in precedenza esposto:

« ... la nostra disamina delle misure monetarie non ci ha portato a nessuna raccomandazione positiva o semplice, Nessun metodo, vecchio o nuovo, fornisce un rimedio a tutti i nostri guai. Non riteniamo che il problema dell'azione da esercitare sulla domanda totale possa trovare soluzione in una manipolazione più violenta

dei tassi d'interesse; il controllo dell'offerta di moneta non è se non un aspetto importante della gestione del debito pubblico; non possiamo raccomandare nessun mutamento sostanziale delle regole con le quali le banche operano; non consideriamo utile, in tempi ordinari, il controllo delle emissioni di capitale; e riteniamo che l'utilità di imporre controlli sulle vendite a rate abbia limiti ristretti. Siamo d'altra parte d'opinione che le autorità possano fare un uso molto più deciso dei tassi d'interesse... ».

Quando poi si voglia colpire più direttamente e rapidamente l'intenzione o la propensione a spendere, il Rapporto ammette che una « combinazione di controlli sulle emissioni di capitale, sulle anticipazioni bancarie e sui crediti al consumo » possa servire utilmente allo scopo, purchè trattisi di periodi di emergenza la cui eccezionalità soltanto può giustificare che si passi sopra alle obiezioni che tali misure sollevano. Sull'onere della scelta delle priorità da attribuire a tali misure e soprattutto circa la tempestività delle stesse, il giudizio, come al solito, è lasciato alle autorità, ma il Rapporto si affretta ad avvertire che

« ... nessuna restrizione statutaria e nessun meccanismo permanente possono offrire una salvaguardia sicura; l'unico fondamento solido di fiducia va cercato in una pubblica opinione bene informata e comprensiva che sostenga un Governo il quale sappia mantenere un giusto equilibrio tra i vari obiettivi ».

Il capitolo (il VII) sulla *gestione del debito pubblico* assume, o dovrebbe assumere, importanza ancora maggiore del precedente in quanto, secondo l'opinione più volte ripetuta dagli autori, « la gestione del debito sta al centro del controllo monetario », ed è essa che « offre alle autorità la possibilità di influire sulla pressione della domanda complessiva ». L'inchiesta pertanto si è accentrata dapprima sugli elementi di fatto del debito, poi sull'azione delle autorità negli ultimi anni e sulle opinioni che l'hanno ispirata; da ultimo, sui suggerimenti che se ne possono trarre.

L'indagine ha portato alla raccolta e soprattutto alla pubblicazione di una messe di dati molto interessanti, quali sono ad esempio quelli sulla scomposizione del debito pubblico rispetto alla fonte di finanziamento e alla scadenza, oppure sulla sua appartenenza ai vari componenti del « settore privato ». I fenomeni che tali dati mettono in rilievo sono:

— l'aumento, nel periodo 1935-58, per quasi il 350% nel totale del debito pubblico (da 9 a 40 miliardi di sterline circa, oppure da £ 8.400

milioni a £ 30.700 milioni circa ove se ne consideri soltanto la parte tenuta in portafoglio dal settore privato);

— l'aumento della produzione di titoli di Stato tenuta nel portafoglio del settore pubblico, passata da un terzo alla metà circa;

— la tendenza dei titoli di debito pubblico a scadenze meno lunghe.

Quanto alla ripartizione della domanda in rapporto alla scadenza, si trova che il sistema bancario nel suo insieme detiene una forte proporzione — oltre che, beninteso, di Treasury bills, la cui richiesta è resa particolarmente inelastica dall'osservanza rigida del minimo di liquidità — dei buoni a media scadenza, compresi quelli fino a dieci anni (solo le Case di sconto non si spingono oltre cinque anni); le compagnie di assicurazione tendono ad una media compresa tra dieci e quindici anni, con pochi titoli di vita breve; i Fondi pensione o i rami vita delle Compagnie di assicurazione accusano una netta preferenza per quelli a scadenza molto più lunga. È stato altresì constatato che la maggiore domanda per titoli di media durata, quale si è particolarmente sviluppata nel dopoguerra, è provocata solo dal desiderio di avere un'opzione di vendita, in caso di necessità, senza correre il rischio di perdite grosse per un forte deprezzamento; di fatto peraltro, e salvo eccezioni non frequenti, questa massa di titoli è tenuta stabilmente dai suoi possessori che, a scadenza o anche prima, la sostituiscono di regola con titoli della stessa durata.

Nonostante questa relativa stabilità, si può dire che il pensiero dominante delle autorità, in materia di gestione del debito pubblico durante il periodo postbellico, sia stato il consolidamento, cioè il prolungamento della vita media dell'enorme debito lasciato dalla guerra (7). « Sebbene il Governo non abbia mai trascurato di tenere presente il costo di un consolidamento a tassi cari, tale considerazione non ha mai prevalso di fronte alla necessità di perseguire una politica continua di consolidamento », ha dichiarato il Governatore della Banca d'Inghilterra. Questa politica, però, secondo i compilatori del Rapporto, non è stata perseguita con sufficiente energia; ed il motivo principale andrebbe ricercato nel fatto che le autorità si sono mostrate sempre fortemente contrarie, per questioni di prestigio del credito pubblico (e per la stretta connessione con il mercato

(7) Contrariamente ad una credenza alquanto diffusa, il mercato dei titoli di Stato è abbastanza animato: secondo calcoli, resi pubblici per la prima volta dal Rapporto, la massa scambiata ha raggiunto talvolta, in un solo anno, il 100% del valore dei titoli in essere a medio termine e quasi il 30% di quelli perpetui che normalmente sono considerati tra i meno mobili.

dei cambi che esse gli attribuiscono), a forzare verso il basso i corsi dei titoli statali: ossia non hanno mai cercato di rendere più attraente un titolo di Stato accrescendone il reddito, in parte, si ripete, per non nuocere al credito pubblico ed in parte perchè convinte che un aumento del genere ottenuto con una persistente cedenza dei corsi non stimola necessariamente un afflusso di domanda. Anzi, « poichè il mercato dei titoli a lunga scadenza è dominato dall'aspettativa per i prezzi futuri... è ben probabile che esso reagisca *perversamente* ad un movimento delle quotazioni ».

In altri termini, gli autori del Rapporto sostengono che provocare troppo deliberatamente una caduta dei corsi in questione significherebbe far nascere l'impressione nel pubblico che il ribasso sia destinato a continuare e che pertanto sia più opportuno soprassedere negli acquisti. Dominate da queste due preoccupazioni le autorità si sarebbero limitate, almeno fino al 1957, a vendere quel tanto che il mercato sembrava disposto ad assorbire a quel prezzo, senza premere sui corsi. È per questo motivo che il Rapporto definisce dapprima passivo, anzi fatalistico, l'atteggiamento delle autorità nei rispetti del movimento dei tassi a lunga scadenza fino a quando, cambiate le circostanze nel periodo 1957-59, la loro politica si è fatta più decisa e, con vendite a getto pressochè continuo, ha fatto chiaramente intendere l'opposizione ufficiale ad un rialzo dei corsi, ovvero sia ad un ribasso dei tassi d'interesse (8).

Gli elementi di fatto che stanno alla base della gestione del debito pubblico vengono così riassunti:

— tutto il debito già esistente più quello che si forma continuamente per ulteriori disavanzi di bilancio (o meno quello che dovesse risultare da eventuale eccedenza) deve sempre trovare, e trova, un acquirente o un possessore;

— alla fine di ogni giorno (e quindi, nell'insieme, al termine di ogni anno) la stragrande maggioranza dei portatori di titoli di Stato continua a tenerseli in portafoglio, ma vi è egualmente sempre una percentuale di essi che vuol disfarsene; la frazione netta che viene messa in vendita dovrà allora essere assorbita sia reperendo nuovi acquirenti sia

(8) In materia di risparmio, la cui importanza peraltro il Rapporto stranamente trascura, la politica britannica ha accusato all'incirca le stesse caratteristiche: la campagna svolta per incoraggiarlo si è servita più di mezzi propagandistici ed educativi che non di stimolanti basati su una maggiore remunerazione, e ciò oltre che per una difficoltà tecnica di adeguamento di tassi, in parte anche per un certo scetticismo circa la possibilità di attrarre maggiori risparmi con l'allettamento di tassi d'interesse più elevati.

immettendo nel mercato il liquido necessario. Ad evitare la seconda alternativa, le autorità possono, in teoria, ricorrere a vari metodi, ma il più diretto sembra quello di aumentare l'attrattiva del titolo che si vuol collocare:

« il compito della gestione del debito pubblico diviene allora quello di spingere il tasso d'interesse ad un livello che sia sufficiente ad attrarre portatori stabili di tali titoli e che rappresenti nel contempo un punto di equilibrio tra la domanda del settore pubblico, la domanda del settore privato e le risorse disponibili dell'economia ».

Naturalmente, per ottenere un tal risultato, è necessario, ma tutt'altro che facile, che la diagnosi preventiva delle tendenze economiche in formazione sia esatta e deve essere parimenti tale la presunzione che una caduta dei prezzi dei titoli a lunga scadenza stimoli la domanda. Le autorità (Banca d'Inghilterra e Tesoro) — come si è visto — lo contestano, mentre il Rapporto sostiene che esse sottovalutano la loro forza e la loro possibilità di influire sul mercato. Comunque siano andate le cose nel passato — si conclude — è evidente che il comportamento delle autorità

« è stato condizionato dalle circostanze del momento tra le quali va annoverata la mancanza di contatto tra il pensiero loro e quello sia degli operatori sia dei commentatori. Se le intenzioni delle autorità potessero avere una più diffusa comprensione... ci sarebbe meno pericolo che un passo inteso ad assicurare un controllo più stretto sulla liquidità provochi, nel mercato, reazioni esagerate o perverse ».

La dimostrazione di quanto precede si rinviene — ripete il Rapporto — negli avvenimenti degli ultimi due anni. Convinte che la politica di piena occupazione potesse coesistere con tassi alti, le autorità si sono nettamente opposte a rialzi di prezzo dei titoli di Stato a lunga scadenza (esse hanno quindi guidato e non più seguito il mercato) e, accelerando le vendite, hanno chiarito le proprie intenzioni, « scaricato » sul mercato quantità considerevoli di titoli e proceduto ad un buon consolidamento del debito pubblico. Nonostante questa « dimostrazione », ci sia consentito di avanzare qualche dubbio sulla praticità dell'idea, sovente espressa, di una maggiore chiarificazione delle intenzioni delle autorità di fronte agli operatori — caratteristica di una mentalità e di condizioni di ambiente difficilmente ripetibili altrove.

Le opinioni dei membri del Comitato sulla tendenza futura sembrano abbastanza nette: il livello del reddito dei titoli di Stato non può che

continuare a crescere per il combinato operare di taluni elementi di fatto: aumento costante del debito pubblico; previsioni generali del pubblico per una continuata inflazione; tendenza a spostare gli investimenti verso l'azionariato. Il Rapporto sembra quindi voler concludere che, ove si voglia mantenere viva la domanda dei titoli di Stato, occorrerà rialzarne i tassi; i quali, se

« moderatamente elevati non dovrebbero ostacolare una ripresa della produzione... Tassi moderatamente alti e un largo disavanzo di bilancio costituiscono una combinazione inconsueta di volute misure di politica economica; ma può darsi che tale combinazione, in un mondo il quale, nonostante la recessione, rimane orientato all'inflazione e all'espansione, sia quella giusta. E se questa è la giusta politica per promuovere il pieno impiego delle risorse ed una espansione continua, essa sarà, a lungo andare, nonostante l'apparenza di un più elevato onere per il servizio degli interessi, anche la più facile per il contribuente ».

Nella sua ultima parte il capitolo VII esamina alcuni problemi di dettaglio sulla gestione del debito pubblico, che, se interessanti da un punto di vista britannico, lo sono meno per un osservatore estero. Ci limiteremo pertanto a darne un rapido elenco:

— *metodo di emissione dei prestiti pubblici*: viene criticato, e sconsigliato per l'avvenire, l'attuale sistema di annunciare sempre per intera-mente sottoscritta un'emissione anche se lo è — come sovente si verifica — soltanto in parte, mentre il resto, sottoscritto dal Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra, viene venduto man mano successivamente (vedi pag. 58). Il Rapporto raccomanda la pubblicazione di un comunicato che indichi accuratamente l'ammontare sottoscritto dal pubblico;

— *operazioni di mercato compiute dal « broker governativo »*: il Comitato ne raccomanda una buona analisi statistica da far apparire in appendice alla relazione annuale della Banca d'Inghilterra;

— *finanziamento delle industrie nazionalizzate e delle autorità locali*: il Rapporto approva per le prime, in mancanza di un'alternativa migliore, il sistema di ricorso diretto al Tesoro, ma si dichiara contrario al mutamento apportato alcuni anni or sono per le seconde, raccomandando anche per esse il ritorno ad un sistema identico a quello in vigore per le industrie nazionalizzate.

#### GLI ASPETTI INTERNAZIONALI DEL SISTEMA MONETARIO.

Il capitolo VIII si può scomporre in due parti principali: la prima, in cui viene esaminata la posizione tecnica della sterlina (riserve; impegni e influenza, sulle une e sugli altri, della bilancia dei pagamenti); la seconda, ove l'orizzonte si allarga sul problema della liquidità internazionale e del rapporto tra quest'ultima e la sterlina.

Per quanto riguarda la situazione della sterlina, il materiale raccolto, anche se in parte già noto, viene rielaborato e integrato con elementi nuovi. Il carattere internazionale della sterlina risulta non soltanto dall'essere essa una moneta ancora ampiamente usata come mezzo di pagamento nel commercio mondiale, ma, in quanto il Regno Unito funge da banchiere dell'area sterlina, anche dal fatto di venire utilizzata come riserva monetaria (9); inoltre, all'interno del Regno Unito, ogni operaio su tre lavora per il commercio d'esportazione, e su ogni sterlina spesa dal consumatore britannico il 20% (quattro scellini) va ai servizi e beni importati. Le variazioni (di volume e di prezzo) nel commercio con l'estero e la necessità di mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti impongono alle autorità limitazioni particolari nell'uso delle misure monetarie e di altro genere da impiegare per il raggiungimento di determinati obiettivi di politica economica interna (quali la stabilità dei prezzi e il pieno impiego).

Per le *riserve*, il Rapporto rileva che le cifre pubblicate mensilmente, in quanto limitate alle disponibilità del Fondo stabilizzazione cambi, sono inadeguate a fornire un quadro completo della situazione valutaria: mancano, quali attività prontamente realizzabili, il portafoglio titoli americani a breve di pertinenza ufficiale (\$ 750-1.000 milioni?) e i saldi di esercizio detenuti negli Stati Uniti da banche, da compagnie di assicurazione e da organismi commerciali (\$ 750 milioni circa a fine 1958). Inoltre gli stocks di merci a mercato internazionale, sia pure ammettendo la difficoltà di calcolarne le variazioni, dovrebbero essere compresi in una rilevazione del genere. Quanto al rapporto delle *passività* con le riserve, che prima della guerra era all'incirca di 1:1, esso è passato nello scorso decennio a quasi 4:1. Dal 1945 alla fine del 1958, il totale dei saldi in sterline di proprietà estera è diminuito di £ 446 milioni. È mutata pure considerevolmente

(9) Raffrontando la posizione delle due principali valute, il dollaro e la sterlina, si rileva che nel 1945 le riserve mondiali in sterline superavano quelle in dollari; nel 1957 le riserve in dollari di tutti i paesi non compresi sia nell'area dollaro sia in quella sterlina erano di un ammontare triplo delle riserve in sterline.

l'appartenenza di questi saldi, poichè, mentre all'inizio del periodo i paesi dell'area e quelli fuori area ne detenevano nelle proporzioni rispettive di 67% e 33%, a fine 1958 tali percentuali erano di 78% e 22%. Da siffatti mutamenti la sterlina esce rafforzata.

Le riserve devono adempiere la duplice funzione sia di mezzo liquido immediato di pagamento nel caso di richiesta di rimborso dei saldi dell'estero, sia di correttivo per fronteggiare ogni disavanzo nella bilancia dei pagamenti senza disturbo eccessivo per l'economia interna. Per quanto riguarda la prima funzione, il mutamento nell'appartenenza dei saldi ha, come si è visto, nettamente migliorato la situazione della sterlina. Quanto alla bilancia dei pagamenti occorre distinguere:

— la bilancia per *partite correnti*: le variazioni nel volume e nei prezzi delle importazioni possono comportare sbilanci per centinaia di milioni di sterline. Ad esempio, nel 1951, un aumento di 10% in volume e di 30% nel prezzo, provocò un gonfiamento di spesa per £ 1.300 milioni ed una variazione, nella bilancia, di circa £ 700 milioni (da *più* £ 300 milioni nel 1949 a *meno* £ 400 milioni nel 1951). Nell'insieme però la bilancia dei pagamenti correnti si è mantenuta favorevole;

— la bilancia *in conto capitale*: i movimenti relativi sono molto difficili da determinare, ma hanno considerevole influenza sulla consistenza delle riserve. Si calcola che nella crisi del 1957 i cosiddetti «lags», o ritardi nei pagamenti da parte dei debitori esteri, e i «leads» o anticipi nei pagamenti da parte dei residenti, abbiano provocato una perdita di divisa per circa £ 100 milioni.

Tenuto poi presente che le riserve accantonate a Londra sono quelle di tutta l'area (gli altri membri però ne detengono, a parte e in più, per circa £ 400 milioni), ha molta rilevanza, dal punto di vista dell'incidenza sulle riserve stesse, la scomposizione geografica delle bilance dei pagamenti sia del Regno Unito che del resto dell'area. Per l'area della sterlina nel suo insieme, il rapporto di maggiore importanza è quello che esiste tra le riserve centrali di Londra (al netto dei saldi dei paesi non dell'area) e il totale dei debiti che l'area contrae nei suoi rapporti con il mondo esterno. Così calcolate, le riserve nette, a fine 1958, ammontavano a £ 364 milioni mentre il commercio complessivo dell'area con il mondo esterno si aggravava intorno ad una cifra mensile di £ 500 milioni in ciascuna delle due direzioni: le riserve nette erano cioè ancora notevolmente inferiori alle spese di un solo mese. Tale constatazione è quella che, con molta probabilità, ha maggiormente influito sui compilatori del Rapporto tanto da indurli, alla fine, ad assegnare al rafforzamento delle riserve la priorità sui mezzi

da adottare per conseguire un miglioramento della situazione valutaria generale.

L'inadeguatezza delle riserve è però fenomeno che riguarda praticamente tutto il mondo. La proporzione tra «riserve» e «commercio internazionale» è diminuita sensibilmente, durante la guerra, in parte perchè, mentre i prezzi delle merci sono aumentati fortemente, il prezzo dell'oro è rimasto fisso; in parte perchè una buona percentuale delle riserve stesse, detenute da paesi terzi diversi dagli Stati Uniti, era stilata in sterline, cioè in una moneta non più convertibile in oro. Malgrado un miglioramento successivo (dovuto principalmente alla maggior liquidità acquisita nel frattempo dalle riserve tenute in valuta estera), rimane il fatto che nel decorso ventennio (1938-58) le riserve auree di tutti i paesi (U.R.S.S. esclusa) si sono accresciute del 50% mentre il valore del commercio internazionale si è pressochè quadruplicato.

Il Rapporto si pronuncia contro un rialzo del prezzo dell'oro per due principali motivi: che ne trarrebbero innanzi tutto maggiore vantaggio i paesi che già ne hanno in ampia quantità; che si creerebbe un precedente pericoloso, fonte di instabilità e di incertezza per il futuro. Esso conclude, su questo punto, in favore di un maggiore utilizzo delle possibilità offerte dagli istituti internazionali creati in questo dopoguerra.

In pari tempo il Comitato esprime opinioni abbastanza nette sui due punti seguenti:

— *convertibilità della sterlina*. Una sterlina non convertibile è immaginabile solo in una situazione di squilibrio cronico e richiede come condizioni preliminari *a*) che vi siano risorse disponibili utilizzabili solo grazie a procedimenti discriminatori e *b*) che esista un controllo dei cambi efficiente. Ma il processo di discriminazione, specie verso l'area del dollaro, è andato via via attenuandosi mentre, anche secondo l'opinione della Banca d'Inghilterra, un controllo veramente rigido non potrebbe essere esercitato, in termini di ostacoli al commercio, se non a un prezzo proibitivo. Il Rapporto approva quindi la convertibilità e favorirebbe il passaggio all'articolo VII degli accordi del Fondo monetario internazionale a condizione di ottenere da quest'ultimo la preventiva intesa a non impedire la re-introduzione di misure discriminatorie nel caso che una determinata divisa o le divise di un gruppo di paesi dovessero divenire «scarse».

La convertibilità di una moneta presuppone l'assenza di uno squilibrio cronico; per contro può coesistere con squilibri temporanei. Ma in tale eventualità, per fronteggiarli, le autorità monetarie debbono disporre di mezzi idonei tra i quali le riserve costituiscono quello più immediato; se



però le riserve non sono adeguate, la necessità di ricorrere ad altri sistemi si farà sentire in misura maggiore.

Premesso che il primo compito che si impone è quello di procedere ad una diagnosi tempestiva che consenta di giudicare se trattasi di pressioni, sulle monete, a carattere temporaneo o meno, il Rapporto considera tuttora come arma tradizionale per proteggere le riserve, il tasso ufficiale di sconto il quale, anche se insufficiente ove non sia accompagnato da altre misure, ha un valore psicologico intrinseco che, secondo l'opinione della Banca d'Inghilterra, ne giustifica l'impiego.

Sulla questione tanto discussa, se cioè un mutamento del saggio ufficiale di sconto, con tutte le conseguenze che ne derivano per l'economia interna, sia il sistema più adatto per correggere un disavanzo della bilancia dei pagamenti e controbilanciare le conseguenti pressioni sulle riserve, il Rapporto finisce per non pronunciarsi in modo netto, ma passa ad esaminare l'effetto diretto che, sui movimenti di capitale, esercitano tassi monetari più alti. Anche in questo campo, però, il suo giudizio non è conclusivo, in quanto l'esperienza degli anni decorsi è stata viziata da un duplice motivo di sfiducia, sia per l'eventualità di una svalutazione della sterlina sia per timore di interventi ufficiali restrittivi. Come conseguenza, il margine di attrattiva rappresentato da un livello, a Londra, di tassi più elevati, non soltanto era ridotto dal costo delle operazioni di copertura a termine, ma sovente scompariva del tutto di fronte al timore che la stessa operazione a termine potesse essere ostacolata da future eventuali restrizioni. D'altra parte, ove la sterlina dovesse rafforzarsi e riguadagnare la fiducia dell'estero, questi movimenti di capitali sarebbero meno ostacolati, ma diverrebbero al tempo stesso meno necessari.

Sul pro e il contro di una svalutazione della sterlina o di un sistema di cambi fluttuanti al fine di re-instaurare un equilibrio della bilancia dei pagamenti, il Rapporto non fa che ripetere nozioni più che note; ma alla fine si pronuncia con vigore in favore del mantenimento di una parità fissa.

— Più incerta, invece, appare la sua opinione sull'opportunità di mantenere o incrementare gli *investimenti britannici all'estero*. Le cifre raccolte sono alquanto confuse, ma ciò non può sorprendere data la complessità e l'elasticità degli elementi componenti (basti pensare ai reinvestimenti all'estero dei profitti ivi guadagnati e che sfuggono in gran parte ad ogni controllo). Per il decorso sessennio la stima ufficiale si aggira intorno a £ 200 milioni l'anno; tale cifra è anche quella che il Tesoro prevede per il prossimo futuro, sempre ammettendo che la bilancia dei pagamenti

registri un'eccedenza annua di circa £ 450 milioni (il residuo di £ 250 milioni verrebbe ripartito grosso modo come segue: £ 150 milioni tra rimborso di debiti e aumenti di riserve; £ 100 milioni per nuovi prestiti governativi e per rimborso di debiti precedentemente contratti). Il Rapporto enumera taluni dei vantaggi, e talune delle necessità, che militano per il mantenimento di una corrente di esportazioni di capitale, ma quando giunge all'alternativa di un rafforzamento delle riserve i dubbi vengono eliminati e il pensiero si precisa nel capoverso che segue:

« Se fosse possibile scegliere liberamente tra un aumento delle riserve, nei prossimi anni, di £ 500 milioni ed un aumento equivalente di investimenti esteri a lungo termine, riteniamo che ben poche persone esiterebbero a lungo. Il sacrificio della perdita di reddito, insito nell'acquisto di oro e di divisa estera rispetto all'acquisto di titoli a lungo termine, non sarebbe un prezzo troppo alto da pagare per premunirsi maggiormente da improvvise crisi nei cambi ».

Come soluzione parziale del dilemma, il Rapporto finisce per suggerire un più ampio ricorso dei paesi bisognosi di capitale a fonti che non siano quelle dirette del Regno Unito; oppure consiglia di investire, o meglio di lasciare reinvestire i redditi guadagnati all'estero, ma di compensare questa specie di lucro cessante con prestiti inter-governativi sì da evitare il danno valutario di un mancato aumento delle riserve.

Il capitolo termina sulla nota dominante del Rapporto, cioè sottolineando gli effetti che i movimenti delle riserve o le variazioni nell'indebitamento in sterline provocano sulla liquidità interna, e quindi sul debito pubblico e sulla gestione del medesimo. Ma la trattazione è rapida, solo per rammentare l'esistenza di queste ripercussioni e dei compiti che esse impongono alle autorità monetarie.

#### STATISTICHE E SVILUPPO DELLE ISTITUZIONI MONETARIE.

Il capitolo X è dedicato all'importanza del materiale statistico quale elemento di orientamento e di lavoro per le autorità monetarie. Il Rapporto rileva dapprima che in contrasto con i grandi progressi realizzati, nel passato trentennio, nel campo della statistica economica (reddito nazionale, produzione, ecc.), la raccolta e la pubblicazione di dati in materia finanziaria sono rimaste alquanto trascurate. Per contro, le statistiche monetarie e finanziarie possono essere di grande aiuto alle autorità, per la formulazione e l'attuazione della politica monetaria, ed al pubblico, per la comprensione dei problemi monetari.

Dal punto di vista operativo delle autorità i compilatori del Rapporto assegnano a dette statistiche tre principali funzioni:

— consentire una visione, in termini quantitativi più precisi, della struttura finanziaria entro la quale devono aver luogo i cambiamenti monetari;

— servire da strumenti indicatori per poter giudicare del modo in cui la pressione monetaria agirà sulla domanda;

— servire da strumenti indicatori dei movimenti della domanda nei vari settori economici per consentire di regolarne la pressione in modo soddisfacente.

Tralasciamo i vari suggerimenti avanzati che si riferiscono sia a lacune specifiche delle statistiche britanniche, sia a elementi connessi con la particolare struttura finanziaria e bancaria del Regno Unito. Rileviamo soltanto che, nel riepilogare il proprio pensiero, il Comitato attribuisce, nella pubblicazione dei dati, una speciale responsabilità alla Banca d'Inghilterra. L'Istituto d'emissione, cioè, non soltanto deve essere attrezzato per effettuare esso stesso le ricerche e le indagini del caso, ma deve prendere l'iniziativa per incoraggiare altri istituti ed organismi a coadiuvarlo nella stessa direzione e allo stesso fine generale.

L'inchiesta, volgendo oramai alla fine, tratta, nell'XI capitolo, dello « *Sviluppo delle istituzioni monetarie* ». Sotto tale denominazione il Rapporto condensa l'esame di talune specifiche istituzioni che sembrano mature per immediate riforme o adattamenti. L'esame, da cui emergono suggerimenti di carattere pratico, riguarda particolarmente il finanziamento delle esportazioni, il finanziamento dell'agricoltura e il finanziamento delle spese capitali delle piccole e medie industrie.

L'organizzazione, il sistema e l'attività dell'*Export Credits Guarantee Department* (E.C.G.D.) (ovverosia dell'ente statale creato per assicurare i crediti all'esportazione) vengono riassunti in modo sintetico e particolarmente chiaro. Ma dopo completata la parte espositiva, il Rapporto si fa portavoce della critica, più volte sollevata dalle categorie interessate, per la lacuna del sistema britannico nei finanziamenti di esportazioni che superano i cinque o, eccezionalmente, i sette anni. Come è noto, il termine massimo di tempo fino al quale l'E.C.G.D. si dichiara disposto, come regola generale, ad assumere il rischio di mancato pagamento da parte dell'acquirente estero, è di cinque anni a partire dal momento della spedizione della merce; solo in qualche caso particolare, almeno fino ad ora, ha fatto eccezioni fino a sette anni. È parimenti noto che le banche, ed in particolare le Clearing Banks, concedono finanziamenti a sostegno

di esportazioni, entro i limiti della copertura concessa dall'E.C.G.D., quindi al massimo fino a sette anni. D'altra parte, le compagnie di assicurazione, o comunque gli istituti che investono a lunga scadenza, sono di regola interessati a titoli di credito che partano da una decorrenza media di quindici anni o poco meno.

Ne risulta una lacuna per tutti i finanziamenti compresi tra gli otto e i dodici o quattordici anni, per colmare la quale il Rapporto fa sue alcune proposte, già ventilate nel passato; suggerisce cioè, sia di rendere scontabile alla Banca d'Inghilterra tale tipo di carta, sia di consentire che, quando gli anni ancora da decorrere prima della scadenza sono ridotti a due o tre, essa carta possa essere data in garanzia, alla Banca d'Inghilterra, contro anticipazioni alle Case di sconto. Ove tali proposte non siano attuabili, il Comitato suggerisce la creazione di un istituto ad hoc, quale potrebbe essere una *Export Finance Corporation*, con fondo di dotazione statale alimentato con disponibilità ottenute contro emissioni di titoli sul mercato.

L'altra lacuna rilevata dal Rapporto è quella del *credito agrario*; lacuna che però non sembra tanto risultare da un'insufficienza vera e propria di fondi, quanto dai sistemi usati per convogliare il credito agli agricoltori. Recentemente, la proporzione dei crediti all'agricoltura rispetto ai crediti complessivi erogati dalle banche è stata stimata nell'11% (il « contributo » dell'agricoltura al reddito nazionale britannico lordo è valutato in circa il 4%). L'altra fonte importante di credito è fornita dai « mercanti agricoli » e dagli « intermediari del bestiame »; non mancano neppure un istituto specializzato, l'« *Agricultural Mortgage Corporation* » nè, beninteso, i sussidi statali, anche se di recente alquanto diminuiti. Il Rapporto, però, vede nelle banche di credito ordinario la fonte più naturale di finanziamento e ad esse raccomanda lo studio e la messa in opera di sistemi creditizi più adatti ai fabbisogni e alla psicologia rurale che non siano le attuali forme correnti di concessioni di scoperto.

Proposta analoga viene avanzata per il *credito alla piccola e media industria*. Anche in questo settore le fonti sono molteplici, ma troppo disperse, non bene individuate e, non da ultimo, poco note a chi ne abbisogna; inoltre la forma consueta dello scoperto di conto corrente genera troppa incertezza e troppi timori in chi dovesse sentire la necessità di questi crediti. Alle banche viene quindi rivolta la stessa raccomandazione, e cioè sia di svolgere una propaganda più diretta ed efficace, sia di escogitare qualche nuova formula che offra maggiore tranquillità al mutuatario: ad esempio, un vero e formale prestito a scadenza, rimborsabile con annualità fisse, oppure nella sua integrità a maturazione.

Segue il suggerimento per la creazione di un'*Industrial Guarantee Corporation* che potrebbe rendersi garante verso gli istituti finanziatori.

Un altro suggerimento concerne il *sistema dei trasferimenti monetari* tuttora vigente nel Regno Unito. A parte il sistema dei pagamenti in contanti, il sistema principale si identifica con l'assegno o altro ordine bancario il quale, per quanto diffuso, è evidentemente insufficiente, poichè esclude la massa tuttora ingente dei non-correntisti. Maggiori sforzi devono quindi essere compiuti, da una parte, per una sempre più ampia diffusione dei servizi bancari tra le categorie che tuttora li ignorano; dall'altra, per cercare di organizzare un sistema di giro-conto, del tipo di quelli già in uso, tramite le Poste, in tanti altri paesi.

Prima di giungere alle conclusioni il Rapporto dedica quattro pagine al « *Comitato per il controllo delle emissioni* », la cui passata attività viene giudicata inefficace come metodo per regolare la domanda e insoddisfacente per i risultati ottenuti. L'obiezione principale sollevata sembra essere il principio del controllo qualitativo, cui il Comitato si è attenuto nell'esplicare la sua attività, mentre i compilatori del Rapporto dichiarano in sostanza la loro preferenza per un controllo quantitativo, sia pure limitandone l'uso a casi di emergenza, a periodi limitati e alla condizione di accompagnarlo con altre misure.

#### CONCLUSIONI DEL RAPPORTO.

Il breve capitolo (il XII) delle *conclusioni* riflette, in formato ridotto, quell'atteggiamento generale dei membri del Comitato che si è rivelato in tutto il corso del Rapporto. L'opera svolta è talmente ed essenzialmente di esposizione e di analisi che, da ultimo, sembra affiorare il timore di svisarla se le varie raccomandazioni, che pure non mancano, dovessero essere riassunte in sommario. Le idee suggerite non sono poche, ma scinderle dal testo per sintetizzarle non appare possibile ai compilatori: occorrerebbe sovente — essi precisano — « accompagnarle con tante e tante delucidazioni che quasi equivarrebbe a riscrivere parte dei capitoli ». Affermazioni del genere fanno sorgere il dubbio che gli stessi autori si siano resi conto — troppo tardi — della nebulosità con la quale hanno sovente finito per avvolgere le loro idee. Cercheremo di riepilogare egualmente le conclusioni che il Comitato trae, si direbbe quasi controvoglia, nei paragrafi finali.

Premesso che sull'uso delle misure monetarie non vuole pronunciare un verdetto, il Rapporto asserisce che il loro successo dipende da una

chiara percezione di pochi concetti che sono alla base delle premesse finanziarie di un'economia moderna. Questi concetti basilari dovrebbero essere:

— che le misure monetarie, pur tendendo a determinare il livello della domanda, non possono essere condizionate ad un solo obiettivo, perchè i fini di una politica economica, cui l'azione monetaria va collegata, sono troppo complessi;

— che le misure monetarie sono incapaci, da sole, di produrre effetti immediati e di lunga portata, a meno che non siano applicate con un vigore che potrebbe, a sua volta, essere generatore di gravi disturbi;

— che le misure monetarie, quindi, non costituiscono di per se stesse una politica, ma devono far parte di una politica generale che comprenda anche misure fiscali e di controllo fisico; è però impossibile prescrivere la proporzione reciproca nella quale queste varie misure debbono combinarsi, in un qualsiasi momento;

— che la politica monetaria deve cercare di influenzare e controllare più che l'« offerta di moneta » lo « stato di liquidità di tutta l'economia » e ciò in quanto:

a) il comportamento dell'economia è in funzione della domanda;

b) la domanda è direttamente connessa con le disponibilità liquide, effettive o potenziali, di coloro che intendono spendere e

c) tali disponibilità dipendono, a loro volta, dallo stato di liquidità di chi funge da mutuante;

— che la politica monetaria, per poter esercitare un'influenza sulle condizioni finanziarie ed incidere per loro tramite sul livello della domanda, deve fare perno sulla struttura dei tassi d'interesse;

— che, per agire sui tassi d'interesse, occorre servirsi delle possibilità insite nella gestione del debito pubblico, divenuta il compito principale della Banca centrale;

— che, nonostante l'influenza che i tassi d'interesse possono esercitare sulla domanda, altre misure di controllo sono necessarie;

— che, nell'adozione di queste altre misure, non si deve essere guidati da concetti dottrinari di priorità;

— che, a parte i tassi d'interesse e le prescritte proporzioni in cui le « attività » degli istituti finanziari devono essere ripartite, i soli stru-

menti monetari capaci di produrre effetti in periodi eccezionali sono quelli che concernono:

- a) il controllo dei movimenti internazionali di capitali;
- b) il controllo degli istituti finanziatori delle vendite a rate;
- c) il controllo sull'attività creditizia di tutti quegli istituti che non fanno parte del sistema bancario vero e proprio;

— che le attività e le passività estere del Regno Unito sono parte integrante della sua economia e del suo sistema finanziario, e che per poter perseguire, con maggiore efficacia e libertà, taluni obiettivi interni occorre una maggiore ampiezza di riserve internazionali.

## II. Disamina di taluni problemi e osservazioni conclusive.

Abbiamo testè rilevato come gli stessi compilatori siano stati costretti ad ammettere, alla fine del Rapporto, che molte idee, per riuscire chiare, avrebbero dovuto essere riesposte con tanta abbondanza di qualificazioni da portare ad una nuova stesura di parecchi capitoli!

Non riteniamo quindi sorprendente la conclusione cui siamo pervenuti tanto attraverso uno studio quasi ostinato di questa opera quanto dopo la lettura di numerosi saggi critici che ad essa economisti di indiscusso valore hanno già dedicato: e, cioè, che più si esamina il Rapporto in dettaglio e più se ne rilevano le imprecisioni, le manchevolezze e le contraddizioni di pensiero; d'altra parte, più si cerca di farne una sintesi e più si ha l'impressione di trattare una materia quasi inafferrabile, sì che un problema che si riteneva più o meno inquadrato si ripropone altrove sotto nuovi aspetti e con nuovi interrogativi.

A nostro avviso il difetto che vizia l'opera nella parte che definiremmo concettuale, è quello già segnalato, e cioè che, per voler giungere alla redazione di un testo che potesse essere presentato come il miglior punto di vista collettivo, si sono ridotte le varie opinioni ad un comune denominatore — e per far questo si è finito per girare intorno a una molteplicità di questioni riuscendo raramente a definire un pensiero o precisare un punto di vista.

È evidente che i compilatori del Rapporto, pur dedicandosi ad un esame del modo di operare del sistema monetario e bancario britannico, non dovevano e non potevano limitarsi ad uno studio, per quanto utile e interessante, di istituti e di tecniche operative. Un lavoro siffatto poteva costituire la premessa indispensabile, ma soltanto una premessa per rag-

giungere una finalità che doveva essere non di stretta tecnica, ma anche e soprattutto di politica generale. Si voglia ammetterlo apertamente o meno, il Comitato Radcliffe era stato chiamato ad istituire una specie di processo all'organismo bancario e alla politica monetaria delle autorità onde rispondere, nell'arringa conclusiva, ad una serie di importanti interrogativi, alcuni dei quali riassumibili sommariamente nei termini seguenti:

— Istituti esistenti e tecnica impiegata hanno agevolato oppure ostacolato l'espansione economica del paese? L'uso di regolatori monetari ha protetto questa evoluzione da fluttuazioni violente, oppure ha provocato rallentamenti o acceleramenti non necessari o dannosi, anche se parziali?

— Se dalle rilevazioni eseguite non sono emersi elementi probatori pro o contro i sistemi adottati, è consigliabile, in avvenire, desistere dalle misure stesse oppure conviene rafforzarle, sostituendole, nel primo caso, con quali altri strumenti oppure, nel secondo, adottando quali nuovi accorgimenti?

— Ove sia risultato che i regolatori monetari si sono, da soli, rivelati insufficienti e che occorre quindi integrarli con controlli più o meno diretti di altra natura (quantitativa o fiscale), quali possono essere le conseguenze generali dei nuovi indirizzi eventuali su una struttura economica che si intende, o si pretende, mantenere libera?

Orbene, in pratica, nessuna di queste domande trova nel Rapporto una risposta netta. Si direbbe quasi che, per il timore di dover fare una scelta, i compilatori abbiano volutamente rinunciato ad esaminare le alternative, trincerandosi dietro i termini letterali del compito loro affidato. In tal guisa, tra i possibili sistemi di controllo, essi si sono limitati allo studio di quello « monetario », trascurando quello « fisico » e quello « fiscale ». Si sono quindi privati degli elementi di raffronto indispensabili per esprimere una qualsiasi preferenza, ed hanno poi tranquillizzato la propria coscienza sostenendo che tutti sono o possono diventare necessari, che le rispettive proporzioni con cui combinarli dipendono dalle circostanze e che la scelta di un sistema o dell'altro, oppure del grado di priorità da assegnare a ciascun sistema, costituisce decisione di Governo da prendere in funzione degli obiettivi che, volta per volta, si vogliono raggiungere.

Non si può negare, ad essere sinceri, la saggia prudenza di siffatte opinioni, ma non si può neppure dire che esse offrano elementi di guida a chi avesse avuto intenzione di chiederli! Del resto, su tale punto, il Rapporto è abbastanza esplicito quando candidamente e un po' sconsolatamente conclude che tutto « questo esame delle misure monetarie non ci

ha portato a nessuna raccomandazione semplice e positiva. Nessun metodo, sia esso vecchio o nuovo, offre dei rimedi a tutti i nostri mali... ».

A nostro parere, motivo principale di questo atteggiamento negativo è che il Comitato — a prescindere, beninteso dalla complessità, implicitamente ammessa, della materia affrontata —, dopo essersi espresso con una buona dose di scetticismo sulle possibilità della politica monetaria, non sembra aver trovato nulla di più efficace da sostituirle; parimenti, dopo aver scardinato uno dei pilastri della teoria monetaria britannica, quello cioè dell'influenza, sia sul livello dei prezzi sia sui tassi di interesse, della quantità di moneta e delle sue variazioni, si diffonde in sua vece su un tema di « liquidità generale » che però non chiarisce mai con sicurezza. In altri termini, avendo voluto spostare il fulcro dell'azione delle autorità monetarie dalla quantità o dall'offerta di moneta ad un concetto confuso di liquidità, il Rapporto ha commesso l'imprudenza di abbandonare un terreno di nota solidità senza aver prima sondato con ricerche accurate l'altro su cui si avventurava. Così, il carattere sostanzialmente negativo delle conclusioni dipende dall'aver voluto far azionare un controllo monetario fondandosi su elementi imponderabili o comunque difficilmente misurabili.

Vediamo, su questo problema centrale che costituisce un po' la nota dominante del Rapporto, di ripercorrere, per sommi capi, il pensiero dei suoi compilatori.

La posizione che i relatori assumono rispetto al tema del controllo monetario è caratterizzata principalmente dalla importanza secondaria da essi assegnata all'offerta di moneta, in quanto mancherebbe, tra quest'ultima e la pressione che essa esercita sulla domanda di beni e servizi, quel rapporto costante che solo consente ad un'azione di controllo, svolta sull'offerta di moneta, di estendersi alla domanda di beni. A sostegno di tale tesi viene proposta l'esperienza di avvenimenti recenti, secondo cui, nonostante l'imposizione di misure monetarie restrittive sull'offerta di moneta, chi aveva effettivamente l'intenzione di spendere sarebbe riuscito, il più delle volte, a trovare egualmente fonti di finanziamento. Ammesso, ma non concesso, che questa possa essere la regola, la conseguenza logica avrebbe allora dovuto consistere nella richiesta o di un controllo più esteso, o di forme nuove e più efficaci di controllo. Ma il Rapporto ne rifugge e sembra volerle trascurare; sostiene invece che le misure monetarie, per essere realmente efficaci ed influire indistintamente su tutto il sistema, dovranno agire non tanto sull'offerta di moneta quanto sulla struttura dei tassi d'interesse, che devono essere considerati i veri regolatori della « liqui-

dità generale » e, in definitiva, della propensione, o capacità ultima, a spendere o a prestare.

Avendo in tal modo spostata l'attenzione sui tassi di interesse, parrebbe naturale che il Rapporto dovesse passare a sostenere il ricorso alla manovra del saggio ufficiale di sconto, del quale, peraltro, non disconosce l'importanza ed il significato simbolico « nello stato attuale della pubblica opinione mondiale ». Ma così non è perchè il saggio ufficiale di sconto agisce soprattutto, e in primo luogo, sui tassi di interesse a breve termine, e, in base alle testimonianze raccolte, il Comitato avrebbe rilevato che un loro rincaro esercita un'influenza piuttosto relativa sugli utenti del credito. Onde l'opportunità di concentrare più intensamente l'azione ufficiale sui tassi a lunga scadenza al fine di scoraggiare o stimolare, a seconda dei casi, le spese, ben più importanti, di investimento o nello stesso tempo, attraverso i conseguenti mutamenti nella composizione dei portafogli degli istituti finanziatori, diminuire o accrescere la potenzialità creditizia di questi ultimi.

Ecco allora presentarsi il compito chiave assegnato alla Banca centrale in quanto gestore ufficiale del debito pubblico, cioè dell'elemento principale che in un'economia moderna meglio si presta, a seconda della sua forma, all'immobilizzo o allo smobilizzo di disponibilità liquide. Che la Banca centrale, per conto delle autorità di Governo, renda più o meno facilmente realizzabile nel tempo questo tipo di « attività »; che ne accresca, con una maggiore remunerazione, l'attrattiva per distogliere fondi da altre iniziative oppure la diminuisca per facilitarle — è questo il compito principale che il Rapporto vorrebbe assegnare all'Istituto di emissione e vederglielo esplicitare con molta energia e con precise e dichiarate finalità allo scopo di influire su uno « stato generale di liquidità », concepito non solo in relazione ad « attività » prontamente realizzabili, ma anche in funzione di opinioni o di previsioni sulla possibilità o convenienza di disporre di determinate « attività » presenti o future.

Come già accennato, la liquidità così concepita cessa di essere un'entità misurabile per trasformarsi in una condizione che può essere variata dall'azione che le autorità, a loro volta, possono esercitare sulla struttura dei tassi d'interesse.

A questo proposito il Rapporto inserisce una teoria propria, non priva di originalità, che, ripartendo immaginariamente i mutamenti dei tassi d'interesse in « tre cambi di velocità » o in « tre marce » superiore, inferiore e media, attribuisce a quest'ultima il livello « storicamente giustificato » del 5%. Se i mutamenti avvengono con accelerazioni o rallenta-

menti all'interno di una marcia, l'effetto è pressochè nullo. Un passaggio, ad esempio, da 3 a 4% o da 4 a 4½% non provoca nessuna reazione sensibile perchè tutti i tassi al disotto del 5% sono comunemente ritenuti « a buon mercato »; lo stesso dicasi se si dovesse scendere da 7 a 6% in quanto, nonostante tale riduzione, l'opinione corrente sarebbe che si è sempre nella marcia superiore del danaro caro. Per contro è soltanto quando, supponiamo, si dovesse salire da 5 a 6% oppure scendere da 5 a 4% che gli operatori avrebbero, in generale, la sensazione netta che qualcosa è veramente mutato e che il danaro si è, in effetti, teso o disteso a seconda dei casi.

Questa tesi ci sembra una variante dell'opinione che abbiamo trovato esposta in precedenza e della cui pratica attuazione dubitiamo — e cioè che fin quando le autorità non precisino al mercato le proprie intenzioni sui futuri livelli dei saggi d'interesse, esse corrono il rischio di vedere gli operatori reagire in modo contrario (ossia « perverso ») a quello desiderato.

Ma la tesi delle « tre marce » ci sembra anche, malgrado quanto possa contenere di vero, che trascuri, da una parte, l'effetto di avvertimento che un cambio, anche all'interno di una « marcia », non dovrebbe mancare di produrre su operatori accorti, e che mortifichi, d'altra parte, la manovra del saggio ufficiale di sconto, semplificandola o irrigidendola oltre misura proprio quando invece si pretende che essa abbia tuttora un valore pratico e non soltanto simbolico.

Nelle brevi osservazioni che precedono riteniamo di aver riassunto talune delle asserzioni più importanti che appaiono nel Rapporto, come pure talune delle sue contraddizioni più notevoli. I membri del Comitato Radcliffe — si è detto e constatato — appaiono sostanzialmente pervasi di scetticismo circa l'efficacia dei sistemi monetari ortodossi, ma, in definitiva, quello che richiedono è un controllo sull'attività creditizia delle banche attraverso una più rigida osservanza del rapporto di liquidità, nonchè un'azione da esercitare sui tassi di interesse; in sostanza, cioè, domandano l'adozione di misure che operino attraverso il meccanismo di mercato e non tramite controlli diretti.

D'altra parte, questo accento posto — giustamente — sul ruolo dei tassi di interesse viene poi indebolito dalla contrapposizione troppo dogmatica e preconcepita dell'influenza esercitata da quelli a breve e da quelli a lunga scadenza. Indubbia è difatti l'importanza dei tassi a lungo termine nella pianificazione delle spese di capitale e quindi per il raggiungimento di un optimum nell'assegnazione e nella ripartizione futura delle risorse economiche del paese. Ma questa non sembra una buona ragione per mini-

mizzare l'influenza dei tassi a breve; nella maggior parte dei casi l'obiettivo pratico e principale da raggiungere è quello di superare difficoltà immediate o imminenti (tendenze inflazionistiche o deflazionistiche, crisi di bilancia dei pagamenti) e di far rinviare a momenti successivi o a situazioni generali più propizie l'esecuzione di determinate iniziative. In tale evenienza la pressione che i tassi a breve possono esercitare non è di minor peso di quella dei tassi a lungo termine.

Infine, nell'un caso come nell'altro, sia cioè per un comportamento immediato come per un atteggiamento da assumere nei confronti di prospettive future, i fatti sembrano dimostrare che l'elemento più convincente non è tanto il prezzo del danaro, quanto la possibilità effettiva di disporne o meno. È vero che il Rapporto ritiene di poter pervenire ad una situazione del genere tramite una manipolazione dei saggi di interesse e quindi attraverso un mutamento del grado o dei gradi di liquidità, specie nei riguardi degli organismi finanziatori; ma — viene allora da domandarsi — il tutto non si risolve in una riduzione o in un aumento proprio di quella « offerta di moneta » la cui importanza il Rapporto, nella sua ossessione per il fattore liquidità, sembrerebbe voler relegare in secondo piano?

A toccare insistentemente questioni che possono, ma solo a prima vista, apparire di puro interesse scientifico, siamo stati indotti da vari motivi: sia perchè di esse il Rapporto è pervaso e quindi trascurarle completamente sarebbe equivalso ad una presentazione troppo parziale o distorta; sia perchè le polemiche che esse hanno già provocato e che continueranno a suscitare fra gli studiosi non possono essere ignorate anche se non ci è parso fosse compito nostro parteciparvi. Comunque, come detto poc'anzi, sotto la veste scientifica si celano problemi pratici di grande importanza e viva attualità.

Le misure e le modalità con le quali da fonte indubbiamente autorevole si consiglia, in Gran Bretagna, di intervenire per regolare, in definitiva, l'attività economica dei singoli non sono argomenti accademici. La maggiore o minore libertà che ivi si prospetta in materia creditizia può avere riflessi diretti sul comportamento degli istituti bancari nei riguardi della clientela; lo stesso dicasi per le conseguenze di una « manipolazione » dei saggi d'interesse sia sulle determinazioni di « attività » future, sia sul valore capitale di « attività » patrimoniali già costituite. L'importanza della gestione del debito pubblico, indipendentemente dalle finalità che il Rapporto Radcliffe vorrebbe attribuirgli, è questione che tocca da vicino ogni individuo. Ciò vale, al giorno d'oggi, per il cittadino del Regno Unito, come per quello di qualsiasi altro paese del mondo civile. Lo stesso può

ripetersi in tema di formulazione di politica monetaria e dei rapporti reciproci tra le autorità responsabili chiamate a parteciparvi. In questo ultimo caso, ambiente, tradizioni, sviluppo storico, dimensioni e particolarità di situazioni singole possono influire notevolmente verso questa o quella soluzione, ma il problema fondamentale della corretta e obiettiva assegnazione delle competenze e delle responsabilità, in un settore di vitale importanza quale è quello della moneta e del credito, rimane inalterato.

Cosicchè, al termine di questo nostro lavoro, siamo quasi portati, seppure un po' paradossalmente, a domandarci se i compilatori del Rapporto Radcliffe, evitando di formulare raccomandazioni che potessero servire di guida alla condotta delle autorità monetarie, non abbiano in fondo dato prova di saggezza maggiore di quella finora loro riconosciuta. Diciamo questo tanto da un punto di vista generale quanto da quello particolare della Gran Bretagna. Infatti, di « raccomandazioni » generiche, orali o scritte, se ne fanno oggi fin troppe e di esse comunque le autorità competenti non abbisognano. D'altra parte la complessità dei problemi e la mutevolezza delle situazioni non si prestano a prescrizioni rigide, imponibili ex cathedra ed applicabili in ogni evenienza.

Nel valutare quindi sinteticamente il significato del Rapporto sarà forse opportuno ed obiettivo riportare in più modeste prospettive gli spunti critici di cui esso può essere oggetto e considerarli piuttosto come esercitazione polemica, tutt'altro che priva di interesse. Per riflesso, il pregio del Rapporto risalterà più nettamente nell'esame dettagliato che esso fa dei singoli settori dell'organizzazione bancaria britannica, del modo di operare delle autorità, dei sistemi e della tecnica di finanziamento del debito pubblico, nonchè nella massa di dati che esso ha raccolto, togliendoli talvolta dall'oscurità in cui erano finora rimasti e rielaborandoli, in altri casi, per una presentazione chiara e riassuntiva.

Specie in un paese ove l'empirismo predomina, il riordinare di tanto in tanto idee, fatti ed elementi è opera preziosa, non soltanto a fini di studio ma anche a scopi pratici. Da una parte, quindi, nel Rapporto troveranno sempre materia abbondante di meditazione tutti coloro che, per inclinazione o professione, usano riflettere su questioni bancarie e monetarie. Le autorità, d'altra parte — e così pure gli uomini di banca e di finanza — resi più consapevoli sia dei problemi e delle situazioni che devono affrontare, sia degli strumenti che hanno a disposizione, potranno sempre rinvenirvi utili elementi di riferimento per la loro azione.

Per quanto ci riguarda, non saremmo sorpresi se, in un paese come la Gran Bretagna, ove di regola si rifugge dall'accettazione dichiarata di

principi dogmatici, si dovesse un giorno constatare che taluni suggerimenti, in materia ad esempio di manipolazione dei tassi d'interesse e di gestione del debito pubblico, fossero stati gradatamente messi in opera attraverso un impercettibile mutamento di pratiche quotidiane.

Per intanto sono già timidamente affiorate alcune iniziative, oppure è stata preannunciata l'assunzione di posizioni che più o meno direttamente si possono collegare a suggerimenti o idee ventilate nel Rapporto. Una delle maggiori banche inglesi, ad esempio (10), non ha celato di avervi rinvenuto lo « stimolo » per la messa a punto, ed in esecuzione, di suoi progetti miranti all'estensione di facilitazioni creditizie in determinati settori oppure ad una maggiore diffusione capillare delle stesse. Un altro grande istituto (11), probabilmente per reagire alle critiche di immobilismo che il Rapporto ha formulato nei confronti della categoria di banche cui esso appartiene, fa intravedere, anche se in termini prudenti, la possibilità di una politica più dinamica nel campo dei crediti. Di particolare interesse, anche, può essere considerato il mutamento apportato, nell'ottobre scorso, alla organizzazione interna della Banca d'Inghilterra con la creazione di un « Central Banking Information Department », la cui denominazione sta a sottolineare tutta l'attività di competenza e di interesse per una Banca centrale, nei riguardi sia dell'interno sia dell'estero. Sono infine spuntati qua e là, nei giardini ufficiali come nelle serre private, nuovi germogli statistici, mentre al semplicistico scopo di una maggiore familiarizzazione con uomini e cose, perfino l'obiettivo fotografico ha cominciato a penetrare nei recessi più segreti della « City » per ritrarre e volgarizzare sembianze e ambienti finora ignorati dal grosso pubblico.

Non abbiamo citato che qualche esempio preso a caso — e si potrà anche sostenere che tutto ciò avrebbe finito prima o dopo per verificarsi; il Rapporto, però, dà l'impressione di aver agito un po' come la pietra che, gettata nello stagno, mette in agitazione la vita che vi fermenta sotto l'apparenza placida della superficie. Non sembra azzardato prevedere che nel prossimo avvenire altre idee scaturiranno e nuove iniziative o tendenze finiranno per precisarsi; nell'un caso come nell'altro, lo sforzo lodevole

(10) Prima tra le grandi banche di deposito, la Midland Bank ha annunciato pubblicamente, nell'agosto scorso, che era disposta a concedere crediti speciali all'agricoltura, con termini di rimborso fino a vent'anni, per acquisti o miglioramenti di aziende rurali. Nel novembre, poi, lanciava i « prestiti a scadenza » per finanziamenti alle medie e piccole imprese: fino a cinque anni, per installazione di impianti e acquisti di macchinari; fino a dieci anni per l'acquisto di immobili a uso industriale.

(11) Barclays Bank.

compiuto dai membri del Comitato Radcliffe avrà dato i suoi frutti, non soltanto nell'interesse precipuo e diretto dell'economia britannica, ma anche in quello più generale della scienza delle finanze e della tecnica bancaria.

ANTONINO ZECCHI

*P. S.* - Il 15 marzo 1960 sono stati messi in vendita, a cura della Libreria dello Stato (Her Majesty's Stationery Office), quattro volumi contenenti la documentazione principale presa in esame dal Comitato Radcliffe.

Nei primi tre volumi il materiale è presentato in pro-memoria singoli, accompagnati da ampia messe di rilevazioni statistiche. Nel quarto volume vi è un interessantissimo riepilogo di tutte le discussioni verbali che hanno avuto luogo durante l'inchiesta.

È così messo a disposizione del pubblico un complesso di documenti e di valutazioni — dovuto a dipartimenti ministeriali, a istituti, ad associazioni, a studiosi, a tecnici — che è d'importanza fondamentale per la comprensione del sistema monetario britannico, del controllo del credito bancario, della posizione della sterlina, dell'evoluzione monetaria dell'Inghilterra dal 1931 al 1959, nonché dei vari aspetti e settori operativi — istituti e mercati: dalla Banca d'Inghilterra e dal Tesoro alle Clearing banks e alle banche estere operanti in Londra, dal mercato dello sconto a quello dei cambi, dal risparmio al settore del finanziamento delle vendite a rate, dagli investimenti pubblici alle emissioni di capitali e via dicendo.

L'ampiezza di siffatto materiale (ben 1.800 pagine di fitta composizione) è, da una parte, riprova della profondità e coscienziosità dell'inchiesta; giustifica molto, dall'altra, la grande difficoltà di sintesi incontrata dai compilatori del Rapporto. Questo, comunque, rimane guida preziosa di orientamento per risalire alle fonti.

A. Z.