

Strumenti della politica monetaria: un esame comparativo (*)

Un esame comparativo degli strumenti di politica monetaria e del loro uso abbraccia aspetti riguardanti la tradizione e l'organizzazione delle banche centrali, la struttura e i sistemi dei mercati e degli istituti finanziari dei vari paesi del mondo. L'introduzione di strumenti specifici, adatti alla regolamentazione del costo, e della disponibilità, volume, direzione e uso del credito, è frutto di uno sviluppo relativamente recente che si è concretato gradualmente attraverso le operazioni delle banche centrali come banche di emissione e attraverso le responsabilità da esse assunte in qualità di banchieri del governo.

Gli strumenti di politica monetaria vengono abitualmente divisi in due categorie principali: generali e diretti. Alla prima appartengono gli strumenti più tradizionali attraverso i quali le banche centrali possono influenzare il flusso del denaro, la liquidità del mercato monetario e le capacità creditizie delle banche; alla seconda appartengono gli strumenti più recenti, destinati soprattutto ad influenzare la direzione e l'uso del credito nei vari settori della economia.

Per quanto riguarda gli strumenti generali, fu solo intorno alla metà del secolo scorso che la Banca d'Inghilterra estese l'uso del tasso di sconto come strumento atto ad influenzare il costo e regolare la concessione del credito. Tale sistema venne gradualmente adottato da altre banche di emissione e divenne lo strumento

(*) Questo articolo costituisce la revisione aggiornata di uno studio preparato dal prof. Frank M. Tamagna nel 1955 come membro del personale del Board of Governors del Federal Reserve System. L'autore — oggi professore di economia politica nella American University ed economista consulente a Washington — riconosce l'assistenza datagli dai colleghi del System, ma rimane responsabile per ogni osservazione e rilevazione di fatto qui espresse.

classico per controllare la circolazione delle banconote e l'afflusso e deflusso di oro. Le operazioni di mercato aperto assunsero carattere di strumento di politica monetaria dopo la prima guerra mondiale, grazie alla prassi delle Banche di Riserva Federale di acquistare titoli di Stato come attività fruttifere; il rapporto fra queste operazioni e i movimenti di oro e i loro effetti sulla circolazione monetaria interna non tardarono ad essere riconosciuti. Benchè il principio delle riserve obbligatorie a fronte dei depositi delle banche commerciali fosse stato introdotto negli Stati Uniti alla metà del XIX secolo e avesse influenzato la capacità delle banche di fornire credito, dette riserve non furono usate come strumento di politica monetaria fin dopo il 1930, allorchè venne data facoltà al Federal Reserve Board di modificare gli obblighi di riserva. Tale facoltà venne usata più tardi come il principale strumento atto a regolare la disponibilità di credito da parte delle autorità monetarie di taluni paesi, come l'Australia, che non disponevano ancora di mercati monetari e finanziari bene organizzati.

I vari strumenti per la regolamentazione diretta e selettiva del credito ebbero origine dalle condizioni travagliate che prevalsero in tutto il mondo durante il decennio successivo al 1930 e sono stati impiegati dalle banche centrali in maniera discontinua e per scopi particolari. Essi sono stati usati per scopi sia generali che particolari dalle banche centrali dei paesi dell'America Latina e dell'Asia, dove l'assenza o l'inadeguatezza di un mercato finanziario non permette di fare affidamento sugli strumenti generali. L'efficacia degli strumenti diretti è stata diversa da caso a caso, in dipendenza della struttura del mercato finanziario, dei consueti sistemi di finanziamento e di altre condizioni predominanti nei vari paesi.

Dagli stretti rapporti stabiliti dalle banche centrali con il mercato, attraverso le loro operazioni e i contatti giornalieri, ebbe origine la consapevolezza di poter fare affidamento sulla persuasione o sui suggerimenti per influenzare l'attività degli istituti finanziari. L'efficacia dell'azione di « persuasione » dipende soprattutto dal prestigio che la banca centrale è stata capace di assicurarsi e dalla misura del potere che essa può esercitare nel caso in cui le sue richieste restino inascoltate.

Di massima, l'uso di strumenti monetari, sia generali che diretti, è più sviluppato e dà migliori risultati nei progrediti paesi

dell'Occidente che non nei paesi sottosviluppati del resto del mondo. Con il passare degli anni, nuovi strumenti sono stati introdotti in risposta a particolari esigenze ed altri già esistenti sono stati adattati alle mutate condizioni, in parte attraverso l'intensificazione o meno del loro uso. Nell'insieme, la grande varietà di strumenti monetari così creati ha reso possibili impieghi alternativi e complementari in base alla efficacia relativa di ogni strumento rispetto a particolari situazioni e obiettivi di politica economica.

In sintesi si può dire che il tasso di risconto è stato l'unico strumento di politica monetaria riconosciuto prima della prima guerra mondiale, e rimase poi per diversi anni lo strumento principale impiegato dalle banche centrali europee, benchè la sua importanza declinasse considerevolmente durante il periodo fra le due guerre. Le operazioni di mercato aperto, caratteristiche dei sistemi di controllo del Federal Reserve Board, sono andate crescendo in importanza come strumento complementare delle operazioni di risconto delle banche centrali in paesi provvisti di mercati monetari e finanziari ben sviluppati o in espansione. Durante l'ultima guerra e nell'immediato dopoguerra, quando il volume delle riserve subì ampie oscillazioni, la tradizionale politica delle variazioni degli obblighi di riserva raggiunse il suo massimo; ma recentemente è stata notata la tendenza a servirsi delle riserve in misura più limitata e per una gamma di scopi più ristretta.

Il ritorno nel 1951 alla cosiddetta « politica monetaria » negli Stati Uniti ha continuato ad estendersi in tutto il mondo negli ultimi anni. Questa evoluzione è stata caratterizzata dal maggior affidamento che le banche centrali fanno sugli strumenti generali, e ha riportato in uso il tasso di sconto affidandogli nuovamente un ruolo principale. Le autorità monetarie si sono invece mostrate meno inclini a servirsi di controlli diretti e selettivi, il cui impiego però continua ad essere più esteso di quanto fosse prima della seconda guerra mondiale (1).

(1) Gli strumenti della politica monetaria sono stati oggetto, in anni recenti, di studi preparati da esperti del Federal Reserve System; in particolare: PETER G. FOUSEK, *Foreign Central Banking: The Instruments of Monetary Policy*, « Federal Reserve Bank of New York », 1957; RALPH A. YOUNG e ROBERT SOLOMON, *Tools and Processes of Monetary Policy*, in « United States Monetary Policy », The American Assembly, Columbia University, 1958.

Lo strumento del risconto.

Con il risconto la banca centrale fornisce temporaneamente fondi alle banche commerciali o ad altri istituti di credito in base ad effetti a breve scadenza scelti dal loro portafoglio commerciale. Le operazioni di risconto differiscono nella tecnica, ma non nella sostanza, dalle operazioni di anticipazione che comportano il vincolo di attività scelte dal portafoglio delle banche (abituamente titoli di Stato) come garanzia collaterale per il prestito temporaneo contratto con la banca centrale.

In alcuni casi il risconto, o la richiesta di prestiti presso la banca centrale, è effettuato direttamente dalle banche commerciali; in altri casi le banche commerciali operano con Case di sconto e intermediari di effetti, i quali si rivolgono alla banca centrale qualora non possano in altro modo rifornirsi di fondi.

Le operazioni di anticipazione e risconto comportano due elementi essenziali: a) il tasso al quale la banca centrale mette a disposizione il proprio credito, conosciuto tradizionalmente come tasso di risconto; b) i criteri che la banca centrale applica nel fornire il credito a banche commerciali e ad altri mutuatari.

La banca centrale può facilitare (o scoraggiare) le richieste, diminuendo (o aumentando) il tasso di risconto, come pure rendendo più o meno severe le condizioni che regolano l'accettazione degli effetti e lo svolgimento delle operazioni. L'efficacia delle operazioni di risconto dipende dall'esistenza di istituti di credito bene organizzati e di intermediari specializzati sul mercato monetario; dall'uso generalizzato di titoli di credito commerciali; e da una situazione di relativa scarsità di denaro che induce il mercato a ricorrere all'aiuto della banca centrale.

Il risconto è lo strumento tipico tradizionale delle banche europee. Le sue origini possono farsi risalire alle operazioni commerciali bancarie svolte dalle banche d'emissione per conto del pubblico in genere agli inizi della loro attività, nonché alle funzioni svolte per conto del governo e al privilegio di emettere biglietti. Era prassi antica che la Banca d'Inghilterra e altre banche di emissione europee accordassero agevolazioni creditizie a breve scadenza agli intermediari in effetti cambiari, allo scopo di alleggerire le pressioni esercitate sul mercato monetario da esigenze commerciali stagionali o comunque temporanee. Il risconto, tut-

tavia, non si sviluppò come strumento regolatore o di politica creditizia fino alla metà del XIX secolo, quando la Banca d'Inghilterra cominciò ad osservare determinati criteri basilari, e cioè: a) applicazione di un « tasso penalizzatore », cioè di norma superiore al tasso di mercato prevalente per operazioni analoghe; b) impegno di far fronte a tutte le legittime richieste di risconto al tasso fissato; c) variazioni frequenti e sensibili del tasso in risposta alle mutevoli condizioni del mercato e a flussi e deflussi di oro.

Tali regole nacquero dalla necessità della Banca d'Inghilterra di adottare principi di imparzialità nell'adempimento delle proprie funzioni di banca di emissione, svolgente allo stesso tempo operazioni bancarie in concorrenza con le operazioni delle banche commerciali. Questo sistema assicurò agli intermediari in effetti una posizione importante, in quanto la Banca d'Inghilterra adottò la prassi di effettuare i risconti in loro favore, anziché delle banche; queste ultime, a loro volta, potevano riscontare o vendere effetti agli intermediari stessi. La funzione di chi compra o sconta effetti cambiari come intermediario, e come portatore di titoli bancari e commerciali per proprio conto, aprì la strada attraverso la quale la Banca d'Inghilterra poteva fornire fondi al mercato in genere anziché ad un qualsiasi istituto particolare. Inoltre la Banca d'Inghilterra, stabilendo il proprio tasso ad un livello superiore a quello dei corrispondenti tassi di mercato, limitava l'accesso indiscriminato alle proprie riserve e affermava in tal modo la sua posizione di « finanziatore d'ultima istanza » che fornisce fondi soltanto se questi non siano altrimenti ottenibili sul mercato. Tale attributo è divenuto un elemento fondamentale nella teoria della banca centrale, sia che in pratica abbia o meno concreta estrinsecazione.

In altri paesi europei il tasso di risconto è stato manovrato in maniera differente a seconda delle particolari condizioni o circostanze. Per esempio, mentre la Banca d'Inghilterra usava variare frequentemente e sensibilmente il tasso, la Banca di Francia tendeva d'abitudine a mantenerlo invariato per periodi relativamente lunghi e a limitare la misura stessa delle variazioni. Altre banche centrali europee, come la Reichsbank, la Banca d'Olanda, la Banca Nazionale del Belgio e la Banca di Svezia (e fuori d'Europa la Banca del Giappone) scelsero una posizione intermedia fra le frequenti variazioni della Banca d'Inghilterra e quelle relativamente poco frequenti della Banca di Francia. Tutte queste banche si differenziarono poi dalla Banca d'Inghilterra sotto un altro importante

aspetto: le loro operazioni di risconto avvenivano direttamente con le banche commerciali ed altri istituti di credito, anziché per il tramite di intermediari di effetti e d'altro tipo. In genere, tali differenze trassero origine dal fatto che la Banca d'Inghilterra operava su un mercato molto sensibile alle fluttuazioni del commercio internazionale e ai movimenti di fondi a breve scadenza. Le altre banche centrali invece dovevano preoccuparsi in primo luogo di mantenere condizioni relativamente stabili sui mercati monetari interni che erano meno esposti all'influenza di operazioni con l'estero.

La Banca d'Italia impiegò la tecnica del risconto allorché affrontò la prima severa prova in materia di politica monetaria, nel 1907-1908. Dopo un « boom » del mercato azionario, la liquidazione di posizioni speculative causò il crollo dei prezzi ed una crisi finanziaria che coinvolse una delle principali banche ordinarie. La Banca d'Italia seguì il sistema ortodosso di far fronte alla domanda di credito, aumentando però il tasso di risconto, in più riprese, dal 4 al 4½% e al 5%, e portandolo successivamente fino al 5½%, onde proteggere la riserva aurea e limitare la circolazione di banconote. Queste misure, accompagnate da una riduzione dei termini per le operazioni in titoli, contribuirono a stabilizzare il mercato azionario e a proteggere la solvibilità bancaria. Nel 1925 la Banca d'Italia ricorse nuovamente all'aumento del tasso di risconto, portandolo dal 5½ al 7% in tre mesi, nell'intento di frenare la pressione inflazionistica e sostenere la lira.

Il tasso di risconto venne accolto negli Stati Uniti come strumento chiave della politica monetaria nel Federal Reserve Act del 1913, e fin dall'inizio venne data particolare importanza ai criteri, o requisiti, di ammissibilità al risconto (i cosiddetti « eligibility criteria »). Le autorità del Federal Reserve Board hanno adottato tre criteri principali nei riguardi degli effetti presentati al risconto: l'effetto a) deve essere conforme alle disposizioni regolamentari (per esempio, effetti commerciali e industriali con scadenza non superiore a tre mesi ed effetti agrari con scadenza non superiore a sei mesi); b) deve rispondere ai requisiti stabiliti dal Federal Reserve Board; c) deve essere ritenuto accettabile dalla Federal Reserve Bank che effettua l'operazione.

L'introduzione delle « cambiali » del Tesoro nel 1929 e la loro crescente importanza come mezzo per il finanziamento del Tesoro e come strumento di liquidità per le banche ed altre istitu-

zioni finanziarie, contribuirono, con l'accrescimento del debito pubblico, al declino dell'importanza delle operazioni di sconto. In pratica, con l'aumento del debito pubblico, il ricorso alle Federal Reserve Banks venne realizzandosi principalmente sotto forma di anticipazioni garantite da titoli di Stato, anzichè sotto forma di sconto vero e proprio di « effetti accettabili ». Di fatto al sconto si è ricorso raramente dopo la grande crisi degli anni '30.

L'indirizzo della Federal Reserve per ciò che riguarda il tasso di sconto non si è conformato al principio del « tasso penalizzatore » della Banca d'Inghilterra. Tuttavia, mentre la Banca d'Inghilterra assumeva de facto l'impegno di fornire il sconto ad un determinato tasso contro carta per transazioni legittime, il sistema della Riserva Federale adottava il principio che il sconto o le anticipazioni sono « privilegi » da accordare, a sua discrezione, alle banche associate. In armonia con questo principio la Riserva Federale operò nei primi anni con tassi differenti stabiliti da ogni Federal Reserve Bank in base a considerazioni di natura regionale; con tassi progressivi, graduati o speciali, a seconda dell'importo, scadenza e tipo dell'effetto o delle operazioni; e con l'applicazione di linee massime di credito per le singole banche.

Un emendamento al Federal Reserve Act, approvato nel 1931, impone alle banche di riserva di accertare se il credito concesso è usato per scopi speculativi o per fini comunque incompatibili con il mantenimento di sane condizioni di credito — con facoltà di sospendere la concessione del credito ai trasgressori. Dopo il 1930 si è venuta affermando la tendenza all'uniformità dei tassi applicati da tutte le Federal Reserve Banks per tutti i tipi di operazioni e di effetti cambiari. E oggi, in pratica, ogni variazione nel tasso di sconto di una Federal Reserve Bank è il segnale per identiche variazioni in tutto il sistema, benchè a volte con ritardi da parte di talune banche di Riserva.

È principio della politica della banca centrale che i risconti (o le anticipazioni) non debbano essere usati dalle banche commerciali per assicurarsi una fonte continua di finanziamento, ma debbano servire unicamente a far fronte ad esigenze temporanee o stagionali (eccezion fatta per i casi di emergenza). In un certo senso questo principio trova conferma nella riluttanza delle banche commerciali a contrarre prestiti e nella loro tendenza a mantenere sufficienti margini di liquidità — ciò che, a sua volta, esercita un'influenza moderatrice sulla loro attività creditizia. Le varia-

zioni del tasso di sconto possono rafforzare o indebolire questa tendenza e sono suscettibili di modificare i tassi del mercato monetario e la disponibilità di credito — anche se a volte il tasso di sconto viene variato per adeguarlo a modifiche già occorse nella struttura dei tassi del mercato monetario anzichè per influenzare tali tassi. A loro volta mutamenti verificatisi nella disponibilità e nel costo interno del denaro possono influenzare i mercati internazionali e di conseguenza alterare il flusso internazionale di denaro a breve termine. In realtà, nel Regno Unito, e in misura differente anche in altri paesi europei, esiste un rapporto diretto, e margini convenzionali, fra il tasso della banca centrale e i tassi del mercato monetario. Negli Stati Uniti, invece, un rapporto del genere è generalmente meno diretto.

In altre parti del mondo il sconto si è dimostrato assai meno efficace come strumento della politica monetaria. Tale minor efficacia dipende in parte dalla mancanza di mercati monetari bene integrati. Le banche centrali dell'Estremo e Medio Oriente (eccezion fatta per la Banca del Giappone e per la Banca di Riserva dell'India) sono organismi relativamente recenti e hanno avuto poche possibilità di sperimentare la politica del sconto. Per contro diverse banche centrali dell'America Latina, costituite o riorganizzate dopo il 1920, hanno cercato di servirsi del sconto come strumento selettivo del credito adatto a loro particolari esigenze.

Dopo aver sperimentato all'inizio tassi unitari di sconto e la concessione di agevolazioni di sconto come strumenti principali di politica monetaria (per esempio, Banca di Riserva del Perù), tali banche centrali si sono servite dei sistemi di sconto o di anticipazione come mezzi per finanziare il governo e stimolare attività di sviluppo. Ciò ha portato generalmente alla fissazione di tassi differenziali e di termini e condizioni applicabili a vari tipi di operazioni intese a favorire il finanziamento del governo, di istituti finanziari pubblici, di attività industriali e agricole, a preferenza delle attività commerciali e delle banche commerciali. Lo scopo di simili impostazioni selettive è quello di promuovere un flusso di credito più facile o più a buon mercato verso settori di sviluppo, escludendone altri. In determinate condizioni, sistemi del genere possono contribuire alla formazione e allo sviluppo di istituti specializzati, sostenuti dalla possibilità di ricorrere alla banca centrale. Peraltro, i fondi forniti dalle banche centrali possono trasferirsi a dispo-

sizione dei settori esclusi o rendere possibili finanziamenti indiretti in loro favore. I tassi di sconto delle banche centrali dell'America Latina hanno avuto tendenza a rimanere relativamente stabili per lunghi periodi, rivelando in molti casi un carattere nominale e il fatto che le banche centrali contano in minor misura sul livello dei tassi che sulle operazioni dirette di prestito per influenzare il volume del credito.

L'importanza attribuita al sconto prima della prima guerra mondiale derivava in gran parte dal principio allora dominante che le banche centrali non dovessero interferire direttamente nell'andamento dell'attività economica, ma piuttosto influenzare indirettamente l'afflusso di fondi tramite l'azione esercitata sul costo del denaro e gli effetti che una variazione di tale costo avrebbe sul volume delle operazioni commerciali. Il sistema del sconto perse gran parte della sua importanza durante il periodo fra le due guerre, e specialmente nel decennio successivo al 1930, soprattutto in seguito alla maggiore disponibilità di denaro a basso prezzo che portò ad un aumento della liquidità del mercato monetario. Tale situazione rese meno necessaria l'accensione di prestiti con le banche e svincolò le banche commerciali dalla posizione di dipendenza dalle banche centrali. Si ebbe un declino corrispondente nella carta commerciale e le banche centrali furono indotte ad ampliare la gamma degli effetti accettabili al sconto e a sviluppare la funzione delle anticipazioni dirette su titoli non legati a nessun tipo particolare di operazioni commerciali (ad esempio su titoli di Stato). D'altra parte la costituzione di nuove banche centrali in molti paesi sprovvisti di mercati monetari organizzati fornì la possibilità di creare fonti di credito interne là dove, originariamente, il reperimento di fondi poteva avvenire soltanto per il tramite di banche estere o di istituti internazionali.

Il « ritorno » alla politica monetaria, in atto dal 1951, ha provocato una riduzione della provvista di fondi di riserva tramite il sostegno concesso dalla banca centrale ai titoli di Stato a tassi relativamente « bloccati » e ha reso quindi necessario per le banche commerciali (o per il mercato) il ricorso diretto alla banca centrale. Ciò è servito a riportare in uso il tasso di sconto come strumento atto a regolare il ricorso alla banca centrale e a controllare il costo del denaro. In particolare, le tecniche del sconto e delle anticipazioni si sono dimostrate ancora una volta capaci di influenzare effi-

cacemente la fornitura di fondi a breve termine, ogni qualvolta una situazione di scarsità generale di credito obblighi le banche a ricorrere alla banca centrale come prestatore d'ultima istanza.

Operazioni di mercato aperto.

Le variazioni dei tassi di sconto, destinate per tradizione ad influenzare il costo del denaro, sono state strettamente collegate alle operazioni in titoli di Stato (o di altra natura) effettuate dalle banche centrali con il preciso scopo di influire direttamente sul volume delle riserve delle banche commerciali. Questo genere di operazioni, specialmente se congiunte all'uso di altri strumenti di politica monetaria, si è dimostrato efficace in paesi dotati di mercati finanziari bene organizzati.

Le operazioni di mercato aperto differiscono da quelle di sconto sotto più d'un aspetto. Primo, tali operazioni di acquisto o vendita di titoli vengono svolte su iniziativa della banca centrale, mentre l'iniziativa delle operazioni di sconto o anticipazione spetta alle banche commerciali (e altri operatori). Secondo, le operazioni in titoli influenzano direttamente i prezzi e il rendimento dei titoli e indirettamente il costo del denaro. Terzo, gli acquisti di titoli di Stato sono più adatti dei risconti a fornire una base all'espansione a lungo termine della circolazione monetaria in risposta allo sviluppo dell'economia interna. Benchè le banche centrali abbiano avuto per consuetudine di operare in titoli a breve scadenza (accettazioni bancarie o « cambiali » del Tesoro), la loro attività non è stata necessariamente così limitata: alcune banche centrali hanno operato in altri tipi di « valori » — compresi titoli di Stato a lunga scadenza, cartelle ipotecarie e obbligazioni varie, valuta estera, oro, nei casi in cui per valori del genere esisteva un mercato sufficientemente vasto.

Le operazioni svolte dalla banca centrale in materia di risconti e di mercato aperto hanno una funzione complementare nella politica monetaria. Gli acquisti di titoli da parte della banca centrale creano riserve, mentre le vendite le riducono, senza influire direttamente sul volume dei risconti esistenti. Le banche commerciali, peraltro, reagiscono ad una perdita di riserve aumentando i loro risconti, e approfittano di incrementi di riserve per diminuire il volume dei risconti. In altre parole, con vendite di titoli e aumenti

del tasso di sconto, la banca centrale può indurre le banche commerciali ad effettuare risconti alle condizioni da essa poste; mentre, con acquisti di titoli e diminuzioni del tasso di sconto, può svincolarle da tale dipendenza. Questa inter-azione è illustrata dal fatto che i risconti tendono ad aumentare durante periodi di restrizioni monetarie e a diminuire in situazioni opposte.

Durante la prima parte del XIX secolo, la Banca d'Inghilterra cominciò a vendere titoli a pronti e a ricomprarli a termine, o viceversa. Simili operazioni in titoli di Stato, svolte dapprima caso per caso per agevolare gli intermediari del mercato monetario, avevano l'effetto di ritirare fondi dal mercato o di immettervene; e di tali effetti la Banca d'Inghilterra non era inconsapevole. Anche la Reichsbank praticò prima del 1914 alcuni tipi di operazioni in cambiali estere e del Tesoro sul mercato aperto.

Tuttavia, fu soltanto nel 1922 che le Banche di Riserva Federale cominciarono a comprare o a vendere sistematicamente titoli di Stato e accettazioni bancarie col preciso scopo di influenzare il volume complessivo e la distribuzione dei fondi delle banche commerciali. Queste operazioni furono considerate dapprima come subordinate allo strumento del risconto, e, dal 1924 in poi, furono spesso attuate per controbilanciare movimenti internazionali di oro.

Con la depressione degli anni '30, la Riserva Federale finì col contare sugli acquisti di titoli per fornire fondi di riserva alle banche onde migliorare la loro posizione generale di liquidità. Una revisione del Federal Reserve Act (nel 1932) incluse i titoli di Stato fra le riserve monetarie del Sistema, rendendo così possibile l'espansione delle operazioni di questo genere.

Si trovò inoltre che le operazioni di mercato aperto si dimostrano adatte a livellare i movimenti di fondi a breve scadenza fra il Tesoro e il mercato monetario e ad alleviare temporanee strette creditizie. A tal riguardo, gli acquisti del Federal Reserve System vengono talvolta effettuati in base ad accordi che offrono all'intermediario la possibilità di ricomprare il titolo entro un periodo di quindici giorni o meno; tale agevolazione aiuta gli intermediari a tenere titoli in fasi di stretta creditizia, ma permette anche al Sistema di « iniettare » riserve su basi temporanee. Alle operazioni di mercato aperto si è ricorsi anche in occasione del lancio di nuovi titoli di Stato e in casi di emergenza (per esempio durante la guerra) per sostenere il mercato dei titoli pubblici. In questo caso, tuttavia, le operazioni tendono a rendere i titoli di

Stato equivalenti a fondi in contanti, con potenziali effetti inflazionistici sull'economia.

Dopo il 1930 le operazioni di mercato aperto della Banca d'Inghilterra si riferirono soprattutto allo « Exchange Equalization Account » (Fondo di conguaglio cambi): come regola generale, la Banca, nella sua qualità di agente per il Fondo, controbilanciava un afflusso di oro o valuta estera con la vendita di cambiali del Tesoro e, viceversa, un deflusso di oro e valuta estera con l'acquisto o il riscatto di cambiali del Tesoro. A parte questo aspetto fondamentale, la Banca d'Inghilterra ha sviluppato dal 1920 in poi una tecnica più sistematica e coerente per far fronte a movimenti stagionali di fondi del Tesoro e di mezzi monetari con acquisti o vendite di cambiali del Tesoro. La Banca può anche, occasionalmente, investire i fondi del proprio Dipartimento di emissione per integrare i fondi del Tesoro o per acquistare o vendere titoli a lungo termine onde assicurare al mercato un ordinato equilibrio o contribuire ai finanziamenti del Tesoro.

Seguendo l'esempio degli Stati Uniti e del Regno Unito, altre banche centrali europee sono state gradualmente autorizzate a svolgere normalmente operazioni di mercato aperto. La Banca di Francia, per esempio, venne autorizzata per la prima volta ad acquistare e vendere titoli del Tesoro sul mercato nel 1928, e nel 1938 le furono dati nuovi specifici poteri di trattare titoli di Stato con scadenza più prossima (entro due anni) « allo scopo di influenzare il volume del credito e regolare il mercato monetario ». La Reichsbank ottenne poteri analoghi nel 1933; altre banche centrali europee (come la svedese e la belga) entrarono nel mercato dei titoli verso il 1940. In altri paesi, come la Danimarca, la banca centrale può trattare titoli non governativi e si è servita di questa facoltà per regolare il mercato dei titoli ipotecari. In generale però, eccezion fatta per l'acquisto di titoli speciali da parte della Reichsbank, fra il 1933 e il 1938, allo scopo di finanziare « programmi per la creazione di possibilità di occupazione », le operazioni di mercato aperto delle banche centrali europee negli anni precedenti la seconda guerra mondiale non andarono al di là di acquisti o vendite occasionali, destinate a neutralizzare fluttuazioni sul mercato monetario, e di interventi destinati a sostenere emissioni di titoli di Stato o rivolti a scopi particolari. Nel complesso, in Europa si continuò a considerare le operazioni di mercato aperto come secondarie rispetto al risconto. Soltanto nel dopoguerra esse comincia-

rono a prendere il posto loro spettante nella direzione del mercato monetario e verso il 1950 assunsero una funzione importante nell'azione di numerose banche centrali europee, insieme ai sistemi di risconto.

In altre parti del mondo, le banche centrali del Commonwealth britannico, che vennero create nel decennio prebellico, dedicarono particolare cura ad organizzare mercati di titoli che rendessero loro possibile di effettuare operazioni di mercato aperto e che, naturalmente, facilitassero il reperimento di fondi per lo sviluppo economico. Un'azione importante è stata svolta, a tal riguardo, dalla Banca del Canada la quale fin dall'inizio contribuì ad ampliare l'uso e la distribuzione delle cambiali del Tesoro e adeguò opportunamente le proprie operazioni in titoli di Stato allo scopo di promuovere un mercato vasto e attivo. Tentativi analoghi per lo sviluppo di un mercato di titoli di Stato a breve e lungo termine continuano ad essere fatti anche dalla Reserve Bank of India e dalla Commonwealth Bank of Australia.

Difficoltà maggiori sono state incontrate nei paesi sottosviluppati, in cui la tendenza del pubblico a investire i risparmi in beni immobili e valuta estera e la mancanza di istituzioni finanziarie adeguate hanno ostacolato gli sforzi delle banche centrali diretti alla formazione di mercati finanziari. Tale, a grandi linee, l'esperienza dell'America Latina. Praticamente, in tutti i paesi della zona le banche centrali hanno fornito credito ad istituti finanziari pubblici mediante investimenti nelle loro azioni e obbligazioni. La Banca del Messico e alcune altre (come quella di El Salvador) hanno per esempio intrapreso operazioni in titoli emessi da organi ed enti pubblici onde incoraggiare altri istituti, nonché il pubblico, ad acquistarli. In altri paesi (Equador, Guatemala e Cuba) la banca centrale è stata dotata di un fondo speciale destinato a « stabilizzare » o « regolare » il prezzo dei titoli di Stato e di quelli di istituti di sviluppo; in taluni casi (in Columbia per esempio) la banca centrale è stata autorizzata ad investire parte del suo capitale in titoli del genere.

Un aspetto interessante è la facoltà talvolta conferita alla banca centrale di emettere titoli del tipo e con scadenze adeguati alle esigenze delle banche commerciali e di particolari classi di investitori. Così avvenne in Argentina, dove la banca centrale, fra il 1935 e il 1945, usò titoli di Stato a lunga scadenza del suo portafoglio come garanzia per l'emissione sul mercato dei suoi « certificati di parteci-

pazione » a breve scadenza. L'Argentina nel 1942 adottò altresì il sistema di offrire « certificati di custodia oro », cioè strumenti di investimento emessi contro disponibilità auree onde neutralizzare le pressioni inflazionistiche derivanti da afflussi di fondi esteri. Un precedente per interventi del genere può ravvisarsi, naturalmente, nella politica di sterilizzazione perseguita dagli Stati Uniti nel 1936-37, quando cambiali del Tesoro vennero create per neutralizzare l'afflusso di fondi esteri. Questi esperimenti indicano la importanza attribuita dai paesi in corso di sviluppo all'espansione di mercati di titoli capaci di attrarre investitori potenziali.

È pure interessante notare che in paesi con mercati di capitali ben sviluppati, quali il Belgio, la Germania e l'Olanda, analoghe esperienze hanno trovato applicazione in anni recenti. In Belgio, il « Fonds des Rents » — costituito originariamente per stabilizzare il mercato dei titoli governativi a lungo termine e amministrato congiuntamente dalla Banca Nazionale e dal Tesoro — ha potere di emettere sue obbligazioni dirette a breve termine, che possono tra l'altro servire a copertura delle riserve delle banche. In Germania, la banca centrale ha potere di mobilitare crediti diretti a lungo termine verso il governo emettendo suoi certificati a breve termine negoziabili sul mercato, mentre in Olanda la banca centrale può convertire titoli del governo in certificati del Tesoro a condizioni e scadenze appropriate alle condizioni del mercato. Queste banche hanno fatto uso di tali poteri negli ultimi anni, sia per controllare pressioni inflazionistiche di origine interna, sia per limitare gli effetti espansionistici derivanti dall'affluire di fondi esteri.

A parte difficoltà di ordine generale, lo svolgimento di operazioni di mercato aperto da parte delle banche centrali ha sollevato particolari problemi. Così negli Stati Uniti l'impegno del Federal Reserve Board di sostenere i titoli di Stato su quotazioni prefissate, durante la seconda guerra mondiale, venne mantenuto in seguito, per un certo periodo, anche quando la « monetizzazione » del debito pubblico che ne risultava era divenuta un preoccupante fattore inflazionistico. Il proposito del Federal Reserve Board di sciogliere questo impegno provocò una lunga e aspra contesa con il Tesoro americano che si risolse finalmente con l'« accordo » del 1951; tale accordo segnò il ritorno di un libero mercato dei titoli di Stato. Altrove, in vari paesi, l'ammontare dei titoli di Stato detenuti dalle banche centrali si è dimostrato troppo esiguo, o la sua

composizione incongrua, per consentire operazioni continuative e differenziate. In alcuni casi questi problemi vennero risolti grazie ad una impostazione coordinata da parte delle banche centrali e del Tesoro. In Svezia, per esempio, nel 1938 il Tesoro aderì ad emettere, se e quando necessario, titoli addizionali onde consentire alla banca centrale di continuare le operazioni sul mercato. In altri casi il Tesoro modificò i propri sistemi di finanziamento allo scopo di fornire alla banca centrale congrui strumenti di credito. A tale scopo il Tesoro belga passò dal reperimento di fondi con prestiti a breve scadenza presso le banche, all'emissione di buoni a scadenza trimestrale offerti all'asta. Così pure in Italia fin dal 1950 il Tesoro offre sul mercato agli inizi di quasi ogni anno buoni novennali che servono ad assorbire l'espansione di fondi che si verifica alla fine dell'anno, e a neutralizzarne quindi gli effetti inflazionistici. In altro modo, la Banca del Giappone sviluppò dopo il 1930 una prassi sistematica di fornire fondi al governo con l'acquisto diretto di titoli, che essa poi cercava di collocare negoziandone la vendita a banche ed altri istituti finanziari; con ciò essa mirava a riassorbire la liquidità derivante dagli esborsi di fondi effettuati dal governo grazie al finanziamento originario della banca centrale. Un sistema analogo è stato seguito dalla Banca di Svezia, la quale acquista cambiali del Tesoro direttamente dal governo per venderle sul mercato aperto.

In conclusione, soltanto pochi paesi, Stati Uniti e Regno Unito soprattutto, dispongono di mercati dei titoli sufficientemente vasti da permettere alla banca centrale di svolgere operazioni di mercato aperto su base continuativa e su ampia scala. Operazioni di mercato aperto sono state condotte in altri paesi europei, e in alcuni paesi di altre parti del mondo dopo il 1930, per il raggiungimento di specifici obiettivi (ad esempio per sostenere titoli di Stato), o come integrazione dei sistemi di sconto. Nonostante la limitatezza dell'esperienza compiuta prima della guerra, le banche centrali europee, nel decennio trascorso, si sono abituate a fare crescente affidamento sulle operazioni di mercato aperto. Nella maggior parte dei paesi sottosviluppati l'organizzazione di un mercato dei titoli continua ad essere tra le principali preoccupazioni delle banche centrali, sia allo scopo di provvedere mezzi atti al finanziamento a lungo termine sia per consolidare l'efficacia delle politiche monetarie.

Le riserve obbligatorie.

La facoltà di variare le riserve obbligatorie è un altro importante strumento della politica monetaria. Una banca centrale può determinare l'ammontare delle riserve delle banche commerciali attraverso le operazioni di sconto e sul mercato aperto, e — mediante modifiche degli obblighi di riserva — può stabilire fino a quale importo tali riserve sono liberamente disponibili per l'espansione del credito. In alcuni paesi il rapporto fra riserve e depositi è determinato dalla consuetudine, in altri viene stabilito con provvedimenti delle autorità monetarie. Qualsiasi aumento (o diminuzione) di tale rapporto fa sì che le banche riducano (o aumentino) i loro prestiti e investimenti, in modo da realizzare il rapporto legale o consuetudinario fra riserve e depositi.

La tecnica di regolare l'espansione del credito mediante variazioni degli obblighi di riserva rispetto ai depositi si sviluppò soltanto verso il 1935. Sebbene gli obblighi di riserva negli Stati Uniti si possano far risalire al National Banking System, o anche a data anteriore, essi non erano soggetti a variazioni ed il loro effettivo scopo era di garantire la liquidità e la solvibilità bancaria, piuttosto che il controllo del credito. Obblighi di riserva erano stati previsti dall'originario Federal Reserve Act, ma senza autorizzarne l'uso come strumenti flessibili di politica monetaria. La possibilità di un tale impiego venne riconosciuta un po' prima della grande depressione dagli economisti della Riserva Federale, i quali notarono che, a causa di differenziati obblighi di riserva fra i vari tipi di conti e di banche, movimenti di fondi portavano spesso ad un'espansione o ad una contrazione del credito. Ma fu soltanto nel 1933 che il Federal Reserve System venne autorizzato ad apportare cambiamenti negli obblighi di riserva come mezzo per modificare la posizione di riserva delle banche, e di conseguenza la liquidità del sistema bancario, e per regolare il volume del credito bancario e la disponibilità di denaro.

Il sistema di riserve obbligatorie esistente negli Stati Uniti prescrive rapporti di riserva più elevati per i depositi a vista e per quelli presso banche operanti in centri finanziari, e rapporti inferiori per i depositi vincolati e per quelli tenuti presso altre banche. Tali discriminazioni riposano sul principio che debba applicarsi un rapporto maggiore a quei conti che si presume siano più attivi, circolino cioè con maggiore velocità.

Il sistema delle riserve obbligatorie negli Stati Uniti non si è dimostrato uno strumento altrettanto elastico per il controllo monetario quanto le operazioni di risconto o le operazioni sul mercato aperto. Le banche sono divise, agli effetti degli obblighi di riserva, in tre categorie, principalmente in base alla loro ubicazione in centri finanziari o altrove; è questa una sopravvivenza della disposizione contenuta nella legislazione d'un tempo, secondo la quale le banche avrebbero potuto tenere parte delle loro riserve sotto forma di depositi presso « banche in città di riserva » (« reserve city banks »). Quando gli obblighi di riserva vengono mutati, i coefficienti si applicano a tutte le banche della categoria indiscriminatamente, non possono cioè essere « adattati » a seconda della larghezza o della scarsità di riserve delle singole banche; talchè certe banche possono essere costrette ad « adeguare » le loro riserve più di altre banche.

Le variazioni dei coefficienti di riserva normalmente provocano considerevoli spostamenti di fondi, e talvolta temporanei squilibri sul mercato monetario. Esse non possono essere realizzate attraverso interventi non ufficiali e gradualmente, come avviene per le operazioni di mercato aperto. Perciò un cambiamento degli obblighi di riserva è di solito accompagnato da altri interventi della banca centrale, intesi a facilitare (o rafforzare) l'azione dei nuovi coefficienti. Infine, le variazioni degli obblighi di riserva che la Federal Reserve può decidere sono circoscritte entro margini piuttosto ristretti, stabiliti dalla legge. Di conseguenza, gli obblighi di riserva non vengono modificati con la frequenza e la rapidità con cui si manovrano i tassi di risconto.

Sebbene la Riserva Federale sia stata l'organizzazione che ha fatto da guida nell'elaborazione degli obblighi di riserva come strumento della politica monetaria, ad essa non è stato conferito quel più ampio potere discrezionale che altre banche centrali si sono assicurate durante la guerra e hanno poi conservato. Di fatto, gli obblighi di riserva sono divenuti gli strumenti tipici di banche centrali di paesi meno sviluppati che non potevano valersi degli strumenti più tradizionali (operazioni di sconto e di mercato aperto) nella stessa misura della Banca d'Inghilterra o del Federal Reserve System.

L'innovazione più significativa nell'uso degli obblighi di riserva venne introdotta dalla Commonwealth Bank of Australia nel 1939. Tale banca venne allora autorizzata ad elevare gli obblighi di riserva

fino ad un ammontare corrispondente al 100% di qualsiasi aumento registrato nei depositi delle banche commerciali rispetto ai livelli d'anteguerra; e a variare gli obblighi di riserva per qualunque singola banca e senza darne avviso al pubblico. Nel 1953 il potere della Commonwealth Bank di aumentare gli obblighi di riserva venne limitato al 75% di qualsiasi aumento nei depositi bancari rispetto all'anno precedente (più una certa percentuale degli importi che avrebbero potuto essere, ma non furono, avvocati a riserva). La riforma bancaria del 1959, che riorganizzò la Commonwealth Bank nella Reserve Bank of Australia, mantenne in linea di principio la massima discrezionalità da parte della banca centrale nei riguardi delle riserve, ma fissò un preavviso di 45 giorni per aumenti di riserva oltre il 25%.

Sulla base del precedente dell'Australia, nella legislazione di nuove banche centrali, ad esempio delle Filippine e di Ceylon, sono state introdotte disposizioni intese a congelare completamente (o in buona parte) qualsiasi aumento nei depositi bancari. Analoghi obblighi (che comportano il 100% di riserve per gli aumenti marginali nei depositi) vennero parimenti applicati nel dopoguerra da certe banche centrali europee come misura straordinaria per frenare violente inflazioni.

Nell'America Latina, le banche centrali (o le autorità monetarie) hanno ottenuto la facoltà, fin dagli anni successivi al 1930, di disporre notevoli variazioni negli obblighi di riserva — in alcuni casi fino al 50% dei depositi in essere (o al 100% dei depositi marginali). Il sistema opera nel Messico dal 1936 con tassi differenziali applicabili a diversi tipi di conti ed a banche situate in località diverse (e, per un certo tempo, con conguagli di maggiorazione in relazione al movimento dei depositi). Di massima, le banche centrali dell'America Latina hanno fatto particolare assegnamento sugli obblighi di riserva per neutralizzare aumenti dei depositi bancari risultanti da eccedenze nella bilancia dei pagamenti o da deficit di bilancio, che esse non potevano controllare restringendo il risconto o vendendo titoli alle banche.

Un'estrema applicazione del principio degli obblighi di riserva si ebbe con la nazionalizzazione (e concentrazione) dei depositi bancari presso la banca centrale d'Argentina dal 1949 al 1956. Questo sistema della « riserva al 100% » privò le banche della loro capacità di prestare e la banca centrale assunse tale funzione attra-

verso un sistema di risconto di ogni singolo prestito concesso dalle banche.

Un'altra importante innovazione è stata l'inclusione di certi tipi di titoli di Stato (o altre attività) in riserve speciali o supplementari stabilite in alcuni paesi. E ciò per vari motivi: permettendo alle banche di tenere parte delle riserve sotto forma di attività fruttifere, si rendono possibili obblighi di riserva molto più alti di quanto non sarebbe altrimenti consentito; si limita la capacità delle banche di convertire titoli di Stato in denaro liquido come mezzo per promuovere l'espansione dei crediti privati; e si immobilizza una certa quota del debito pubblico, rendendo così meno necessario il ricorso alle banche centrali per sostenere i titoli di Stato. D'altra parte, gli obblighi di riserva in titoli creano alcuni delicati problemi: sebbene possano essere efficaci inizialmente, all'atto della loro introduzione, possono perdere tale efficacia dopo che le banche ordinarie hanno adattato il loro portafoglio titoli ai nuovi obblighi; non possono valere a limitare il credito nei casi in cui i portafogli bancari di titoli accettabili superano largamente gli obblighi delle banche, o quando le banche possono aumentare i depositi acquistando dal pubblico titoli accettabili a riserva; e possono in realtà servire come mezzi inflazionistici ogni qualvolta le banche sono indotte a concedere crediti addizionali al governo attraverso l'acquisto di titoli di nuova emissione. In altre parole, gli obblighi di riserva in titoli possono essere efficaci nel limitare il credito soltanto se l'offerta di titoli « accettabili » è limitata rispetto agli importi che le banche devono tenere come riserve, e se gli obblighi di riserva in titoli non vengono usati per finanziare disavanzi di bilancio.

Nel 1947 le banche italiane vennero obbligate a tenere titoli di Stato come riserve fino alla concorrenza di un obbligo di riserva complessivo (in titoli e contanti) pari al 25% dei depositi globali. Ciò ebbe l'effetto di sterilizzare una buona parte delle riserve liquide che il sistema bancario aveva in precedenza ricavato dal finanziamento dei disavanzi statali. Con questa misura la Banca d'Italia riuscì nell'intento di rallentare il ritmo dei prestiti bancari e di provocare una tendenza al ribasso nelle scorte e nei prezzi delle derrate, ponendo così termine al processo di inflazione che si era verificato durante e dopo la guerra. Analoghe misure furono adottate dalle banche centrali in Francia, Belgio, Svezia, Paesi Bassi, e in altri paesi, verso la fine dello scorso decennio.

Fuori d'Europa un esperimento interessante venne iniziato nel Messico nel 1949; le banche vennero obbligate a mantenere una riserva del 100% (contro qualsiasi aumento netto nei depositi a vista) sotto forma di denaro liquido, titoli di Stato o certi tipi di effetti privati. La Banca del Messico può variare i rapporti fra contante e altre attività e, col mutare l'accettabilità dei vari tipi di effetti privati, cerca, in realtà, di introdurre un elemento di controllo selettivo del credito in questo strumento generale di politica monetaria.

All'inizio del decennio 1950-59 soltanto pochi fra i paesi importanti — ad esempio Inghilterra, Canada e India — mancavano dello strumento delle riserve obbligatorie. Nel Regno Unito vigeva ancora la pratica introdotta durante la guerra dal Tesoro di prendere a prestito dalle banche commerciali contro « ricevute di deposito temporaneo » — l'ammontare di tali prestiti essendo determinato per ciascuna banca dalla Banca d'Inghilterra, in relazione a fattori generali (flusso di fondi del Tesoro e movimenti dei saldi esteri) e a elementi specifici influenti sulla liquidità delle singole banche. La suddetta prassi presentava punti di simiglianza con le riserve in titoli e con il sistema discrezionale più ampio applicato in Australia. In sostanza il Tesoro britannico e la Banca d'Inghilterra avevano la facoltà di obbligare le banche a tenere una riserva speciale sotto forma di prestiti a breve termine a favore del Tesoro, limitando in tal modo l'espansione del credito e dei depositi privati. D'altra parte le banche inglesi, in pratica e per tradizione, hanno sempre cercato di mantenere certi rapporti abbastanza costanti fra la cassa e le altre attività liquide (in particolare, cambiali del Tesoro) da una parte e i depositi complessivi dall'altra. Ciò vale anche per le banche di altri paesi; talvolta il mantenimento di rapporti del genere è stato ottenuto dalle banche centrali (così, dalla Banca Nazionale Svizzera) per via di « persuasione » o con la minaccia di imporre obblighi legali di riserva.

In conclusione, è evidente che gli obblighi di riserva sono meno adatti a far fronte a situazioni stagionali o ad altre situazioni transitorie che ad essere impiegati quando si prospettano mutamenti a lunga scadenza o fondamentali nell'attività delle banche commerciali. Di fatto, la riduzione degli obblighi di riserva è stata usata, in tempi di recessione, come mezzo per migliorare la liquidità del sistema bancario, e il loro aumento, in periodi di inflazione, ha contribuito a limitare l'espansione del credito.

Inasprimenti dei coefficienti di riserva sono stati anche frequentemente adottati per fornire una base per stabilizzazioni monetarie dopo lunghi periodi di sviluppo inflazionistico. In assenza di altri strumenti, gli obblighi di riserva, oltre ad essere un mezzo per influire sul volume del credito, sono anche stati impiegati per influenzare l'orientamento del credito bancario verso settori pubblici oppure privati; l'esperienza a tale riguardo è però troppo limitata per permettere una qualunque conclusione di carattere generale.

Regolamentazione diretta del credito.

Gli strumenti generali della politica creditizia — il risconto, le operazioni sul mercato aperto e gli obblighi di riserva — sono intesi principalmente a regolare il costo, la disponibilità e il volume del credito bancario nel suo insieme. Essi non sono adatti a regolare la distribuzione e l'orientamento del credito. Le banche centrali e i governi possono usare varie forme di controllo diretto per regolare l'afflusso del credito — sia da fonti bancarie che da altre fonti — verso particolari direzioni.

La regolamentazione diretta del credito può assumere una delle seguenti forme principali: *a*) limitazione quantitativa del credito delle banche centrali a singole banche, e *b*) controllo selettivo sulla distribuzione del credito secondo il tipo di attività economica. Inoltre, da alcuni paesi sono stati adottati controlli diretti del credito sotto forma, ad esempio, di direttive impartite alle banche commerciali di ridurre o limitare i loro prestiti in base a certe percentuali o a certi ammontari, per mantenere ad un basso livello l'importo complessivo del credito.

Le limitazioni quantitative dell'ammontare di credito che la banca centrale mette a disposizione di un qualunque mutuatario vennero applicate dalla Banca d'Inghilterra fin verso la metà del secolo decimonono come alternativa all'aumento del tasso di risconto, che le leggi contro l'usura limitavano ad un massimo del 5%. In base a tale sistema, la Banca d'Inghilterra « razionava » l'ammontare di credito messo a disposizione dei mutuatari esaminando caso per caso, o stabiliva un limite massimo complessivo del credito dando la preferenza, entro tale ammontare, agli effetti a più breve scadenza.

Le banche della Federal Reserve applicarono limiti quantitativi sui loro prestiti nel decennio dal 1920 al 1930, fissando linee massime

di credito per le singole banche associate al Sistema, in base a considerazioni generali, compresa la composizione del loro portafoglio. Nello stesso decennio ed anche negli anni successivi, limitazioni quantitative furono adottate dalla Reichsbank. Dopo la seconda guerra mondiale il sistema fu accolto da altre banche centrali europee (principalmente dalla Banca di Francia), in combinazione con altre misure anti-inflazionistiche. I limiti quantitativi furono principalmente stabiliti in base al volume totale dei prestiti in essere; ma le eccezioni ammesse per il finanziamento di certe attività resero difficile alle banche centrali di mantenere i limiti massimi globali.

Le limitazioni quantitative globali sono spesso accompagnate da misure selettive sulla distribuzione del credito secondo il tipo di attività economica. Esse comportano sia restrizioni dirette per le attività degli istituti di credito, sia limitazioni per i mutuatari a prescindere dalla fonte di provvista. Tale combinazione di controlli globali e selettivi è uno dei metodi per assicurare il finanziamento di certe attività prioritarie nel mentre si cerca di limitare il volume totale di credito. A seconda dei vari metodi le banche possono essere autorizzate in via generale a conceder credito ad attività specifiche fino a certi livelli, tutti gli altri crediti essendo soggetti ad autorizzazioni speciali o addirittura proibiti; o, d'altro canto, i mutuatari stessi possono essere soggetti a restrizioni circa il tipo di attività economica per cui possono ottenere credito.

La legislazione bancaria degli Stati Uniti e di altri paesi contiene disposizioni che fissano l'importo massimo per prestiti a singoli mutuatari. Tali disposizioni sono intese a favorire una più larga e frazionata distribuzione del credito e quindi a limitare i rischi e a tutelare la solvibilità delle banche; ma non a realizzare una distribuzione del credito consona con obiettivi monetari. Tuttavia, in certi casi, come in Italia e in Francia, dopo la guerra, le banche centrali hanno fatto uso della loro facoltà di consentire o rifiutare la concessione o l'aumento di grossi crediti a singoli mutuatari per scopi di governo monetario.

In concomitanza con una stretta sorveglianza sull'ammontare e sui tipi di credito concessi dalle banche, la Banca di Francia ha anche offerto servizi preferenziali di risconto per particolari forme di credito (ad esempio, per i crediti all'esportazione).

Un altro paese che si è valso di discriminazioni del genere è il Giappone, che nel 1937 introdusse criteri di priorità nella conces-

sione del credito, per contenere le pressioni inflazionistiche derivanti dagli aumenti nelle spese militari. Il nuovo sistema era gestito da un Comitato nazionale, al quale la Banca del Giappone partecipava con facoltà di determinare lo scopo e l'importo massimo del credito ottenibile sia da istituti bancari che dal mercato, e di giudicare sulle domande di prestito bancario riguardanti certe attività o eccedenti limiti prestabiliti. In forma modificata, questo sistema di controlli selettivi rimase in vigore in Giappone fin verso la fine del decennio 1940-1950.

Un sistema di priorità in base allo scopo dei prestiti venne introdotto in Australia all'inizio del 1940; esso era abbinato con un rigoroso massimale fissato al volume complessivo dei crediti bancari per effetto dell'obbligo di riserva del 100% per i nuovi depositi. Misure analoghe vennero adottate durante la guerra da vari altri paesi, che cercavano di coordinare le limitazioni di credito con i sistemi di assegnazioni e di razionamento imposti dalla scarsità di risorse.

Nei paesi in cui le banche concedono crediti a termine più lungo oppure finanziamenti di impianto sia pur provvisori si è presentata la necessità di estendere ai prestiti bancari gli stessi controlli che si applicano alle emissioni sul mercato finanziario. Così, nel Regno Unito, dove il controllo sugli investimenti era esercitato negli anni della guerra e del dopoguerra da un Capital Issue Committee (Comitato per le emissioni sul mercato finanziario) — del quale faceva parte la Banca d'Inghilterra — le banche vennero esortate ad uniformarsi, nella loro politica creditizia, agli stessi criteri applicabili alle emissioni di titoli sul mercato. Una coordinazione in certo senso analoga fra finanziamenti mediante emissione di titoli e finanziamenti mediante prestiti è stata realizzata in Italia, ove la banca centrale è l'organo esecutivo di un Comitato interministeriale che decide sulle emissioni di obbligazioni e di azioni che le società industriali, commerciali e finanziarie e gli istituti di credito a lungo e medio termine intendono lanciare. In tal modo, le attività che non riescono a finanziarsi sul mercato dei capitali, possono incontrare altrettante difficoltà nel ricorrere a prestiti di ingente entità.

Negli Stati Uniti, nel 1934, vennero conferiti poteri permanenti al Federal Reserve Board di regolare il credito relativo ad operazioni in titoli; così, il Federal Reserve Board ha di tempo in tempo stabilito « margini obbligatori », vale a dire, l'ammontare « netto » di credito ottenibile, e il pagamento in contanti obbligatorio per

qualunque compratore o possessore di titoli che si impegni in operazioni di borsa. Analogamente, durante la guerra, e saltuariamente dopo la guerra, al Federal Reserve System venne data temporanea facoltà di dettare norme limitanti il credito al consumo, cioè la percentuale di credito che gli acquirenti di beni durevoli e semi-durevoli potevano ottenere per una data operazione, nonché la scadenza massima del prestito rateale. Inoltre, nel 1950, il Federal Reserve Board, temporaneamente autorizzato a stabilire norme per i mutui ipotecari a favore dell'edilizia, limitò la scadenza e la quota di credito che un qualsiasi compratore di case o costruttore edile poteva ottenere da banche, società di assicurazione o altri istituti di credito privati o governativi. Tali poteri restrittivi del credito al consumo e all'edilizia cessarono nel biennio 1952-1953.

In paesi che dipendono per molte loro attività da fonti estere piuttosto che dalla produzione nazionale, si può facilmente assicurare una distribuzione selettiva del credito applicando controlli diretti sui finanziamenti all'importazione. In generale, in regime di controllo dei cambi, le banche commerciali non possono fornire credito agli importatori, a meno che ogni specifica operazione non sia autorizzata in conformità coi regolamenti commerciali e valutari in vigore. Inoltre, le possibilità di finanziamento delle importazioni (o esportazioni) possono essere estese (o limitate) a seconda della graduatoria di « essenzialità » di volta in volta stabilita — così, alle banche è spesso proibito concedere crediti per certe categorie marginali di importazioni.

Certi paesi dell'America Latina e di altre zone poco sviluppate hanno combinato restrizioni creditizie e valutarie: ad esempio, limitando l'ammontare di credito che può essere ottenuto dagli importatori, ed esigendo depositi anticipati per le licenze d'importazione, le autorità monetarie hanno cercato di diminuire la liquidità degli importatori, nonché di ridurre il loro incentivo e la loro capacità di importare. Anche i cambi sono stati talvolta usati per fini di politica creditizia interna: rivalutazioni del cambio d'esportazione e svalutazioni del cambio d'importazione (sia come misure valutarie che fiscali) tendono generalmente a provocare un'eccedenza di valuta locale per l'autorità di controllo, trasferendo in tal modo fondi dal mercato alla banca centrale. In certi paesi, misure volte a ritardare la conversione da parte degli esportatori dei ricavi valutari in moneta locale, in momenti di prezzi all'esportazione in aumento, hanno avuto tendenza a rallentare l'espansione monetaria derivante

da eccedenze della bilancia dei pagamenti. È, fra l'altro, per questa stretta connessione fra controlli valutari e politica monetaria che il controllo dei cambi è stato generalmente demandato alla banca centrale.

L'esperienza di molti paesi porta a concludere che restrizioni dirette (quantitative e selettive) possono, in certe condizioni, essere strumenti utili per il controllo del credito. In paesi sottosviluppati questi interventi diretti possono, in realtà, essere i soli disponibili per le autorità monetarie a causa della mancanza o dello sviluppo inadeguato di un mercato finanziario che permetta l'impiego di strumenti di controllo monetario. In paesi più progrediti, i controlli diretti possono dimostrarsi utili come mezzi supplementari degli strumenti generali in tempo di guerra o quando pressioni sulle risorse e sui prezzi siano esercitate da fattori che sfuggono al controllo delle autorità monetarie. Per converso, i controlli diretti in tutte le forme comportano gravi problemi amministrativi e generalmente conducono alla adozione di pratiche discriminatorie. Il fatto che tali misure interferiscano con i processi di mercato può causare distribuzioni ingiuste od inefficienti di risorse ed aumentare quindi le pressioni inflazionistiche che dovrebbero invece esser compresse. Infine, i controlli diretti tendono a perpetuarsi oltre il limite di utilità ed a ritardare l'adozione di mutamenti di fondo attraverso misure generali di politica finanziaria e monetaria.

In sintesi, i controlli diretti possono essere utili a canalizzare il credito verso le attività essenziali, ma non eliminano lo squilibrio fra domanda e offerta di credito; a ciò si può giungere solo se la disponibilità complessiva di fondi è efficacemente limitata mediante politiche monetarie e fiscali.

Persuasione morale.

L'esperienza delle banche centrali dimostra che l'efficacia degli strumenti generali e diretti di politica monetaria dipende in grande misura dalla fiducia che le banche centrali sono riuscite a conquistarsi tra gli ambienti finanziari e il pubblico in generale. Da questa fiducia dipende l'accettazione diffusa delle loro opinioni e l'appoggio ai loro provvedimenti.

Tale aspetto intangibile, eppure importante, della politica monetaria è generalmente designato col nome di « persuasione morale ».

In senso stretto, la persuasione morale può definirsi come l'influenza che la banca centrale può esercitare per indurre i diversi operatori del mercato a svolgere le loro operazioni in armonia con le vedute e le politiche della banca centrale, indipendentemente da qualsiasi controllo generale o diretto che la banca possa usare per ottenere i risultati desiderati. L'efficacia della persuasione morale varia notevolmente da paese a paese e da caso a caso e si può mettere in relazione con numerosi fattori: *a)* il prestigio che la banca centrale gode in virtù della sua esperienza e della sua tradizione; *b)* l'organizzazione del mercato ed in particolare il numero di istituzioni soggette all'influenza della banca centrale; *c)* l'intimità di rapporti fra banca centrale e istituti bancari e la frequenza di reciproci contatti e consultazioni; *d)* lo scopo specifico per cui si ricorre alla persuasione e gli obiettivi generali della banca centrale; *e)* l'abilità della banca centrale a resistere a pressioni di gruppi e a pressioni politiche e a seguire una linea di azione indipendente; *f)* i poteri legali che la banca centrale può esercitare qualora le sue esortazioni siano ignorate.

La persuasione morale non può essere ugualmente efficace in tutti i casi, e vi sono limiti nella collaborazione volontaria che le banche centrali possono ottenere dagli ambienti finanziari. La persuasione morale può essere più adatta, ad esempio, nello stabilire norme di correttezza alle quali le banche sono individualmente pronte ad aderire, piuttosto che a dissuadere le banche stesse da operazioni che organismi concorrenti possono continuare a svolgere.

La persuasione morale è particolarmente importante nel Regno Unito. La Banca d'Inghilterra è stata capace di esercitare una grande influenza sul mercato con mezzi non ufficiali, sia come alternativa, sia in appoggio all'uso di strumenti generali o diretti di politica monetaria. Analogamente, la Banca d'Italia si è valsa dei suoi stretti legami con le banche commerciali per esortarle a limitare i loro crediti sul mercato interno o ad essere più severe (o più liberali) nell'impiego di linee di credito aperte da corrispondenti esteri. La persuasione morale è stata un fattore importante in altri paesi europei, nonché in Giappone, ove i pochi grandi operatori hanno sempre per tradizione mantenuto contatti molto stretti con la banca centrale e cercato di seguirne i suggerimenti. Tuttavia, anche nei suddetti paesi la persuasione morale ha sortito effetti modesti in tempi in cui le condizioni di avanzata inflazione e la forte

concorrenza fra istituti prestatori indussero taluni operatori a disattendere le esortazioni della banca centrale.

In altri paesi le condizioni non sono state particolarmente favorevoli all'impiego della persuasione morale. Tale è il caso degli Stati Uniti, ove il sistema bancario decentralizzato, la varietà delle istituzioni di credito e l'assenza di un centro finanziario esclusivo non offrono le stesse occasioni di contatti stretti e continui, come nei paesi europei, fra banca centrale e operatori del mercato. Nei paesi sottosviluppati, ove la banca centrale è un'istituzione relativamente nuova, la sua influenza potrà soltanto crescere gradatamente in una col rispetto che sarà in grado di conquistarsi con un'efficace politica monetaria.

L'efficacia della persuasione morale può essere rafforzata dall'introduzione di altri elementi. Di fondamentale importanza, naturalmente, è l'appoggio che la banca centrale può ottenere dal potere esecutivo o legislativo, e la minaccia di misure dirette o di provvedimenti idonei ad imporre la sua linea di condotta, ove tale linea non venga volontariamente adottata dagli operatori. Risulta, ad esempio, che le banche commerciali di certi paesi europei (quali la Norvegia e la Svezia) furono in parte indotte da imminenti provvedimenti legislativi a concludere in anni recenti speciali « accordi » con le loro banche centrali in materia di riserve di liquidità e di politica creditizia.

Sotto tutti i riguardi, la posizione dominante della banca centrale è notevolmente rafforzata dalla conoscenza dei fatti economici e dal corretto giudizio che ne può ricavare. È per questo che le banche centrali hanno fatto degli studi economici una funzione essenziale, e nella maggior parte dei paesi sono divenute i centri principali di ricerca e di studio dei problemi monetari e del credito, nonché degli aspetti e delle tendenze relativi ad altri campi economici. Grazie alle sue relazioni col governo e con le banche centrali estere, la banca centrale normalmente ha la possibilità di ottenere informazioni che le conferiscono speciali vantaggi per la formulazione di giudizi e per fornire consigli in merito agli sviluppi monetari nazionali ed esteri.

Un altro fattore che può corroborare l'azione di persuasione morale è la pubblicità dei risultati delle ricerche della banca centrale: la misura in cui essa mette a disposizione del pubblico i fatti e i dati che raccoglie, e la giustificazione obiettiva che offre per la sua linea di condotta. Ciò riguarda non solo la pubblicazione di

bollettini statistici e di studi economici, ma anche relazioni stese ad uso di organi legislativi, dichiarazioni pubbliche, conferenze semi-ufficiali di funzionari su problemi e indirizzi che son ritenuti di interesse pubblico.

L'indagine economica e la pubblicità dei suoi risultati costituiscono sviluppi relativamente recenti, che il Federal Reserve System, in particolare, è venuto promuovendo. Presso più antiche banche centrali vigeva un tempo una tradizione di segretezza; tale era il caso delle vecchie usanze della Banca d'Inghilterra e, in varia misura, di altri istituti europei. Le nuove banche centrali hanno generalmente riconosciuto l'importanza delle ricerche ed accettato il principio della pubblicità; le banche più vecchie si sono gradualmente abituate a tali metodi. Mentre una pubblicità senza restrizioni potrebbe sminuire l'influenza di una qualsiasi dichiarazione, la segretezza completa può condurre alla formazione di voci e alla diffusione di notizie errate sulle politiche monetarie. Un opportuno equilibrio fra la pubblicità e la segretezza è un obiettivo che le banche centrali stanno oggi cercando di realizzare.

È ovviamente impossibile misurare l'effetto relativo dei vari strumenti della politica monetaria senza prendere in considerazione le condizioni e gli scopi per i quali vengono applicati. Gli strumenti generali sono intesi a mantenere la stabilità complessiva del sistema monetario e del credito; i controlli diretti e selettivi mirano a limitare il credito in una certa misura, ma più particolarmente a canalizzarlo verso impieghi più produttivi; la persuasione morale, nelle sue varie forme, è un metodo col quale le autorità monetarie cercano di ispirare fiducia e di ottenere la collaborazione di cui necessitano per le politiche monetarie che perseguono. La persuasione morale, tuttavia, appare particolarmente inadeguata nei casi in cui venga usata per evitare l'adozione di misure generali o dirette, più efficaci, ma impopolari. In ultima analisi, la decisione delle banche centrali e dei governi nel far rispettare le esortazioni mediante imposizioni legali può determinare il grado di efficacia della persuasione morale.

Esperienze recenti con gli strumenti monetari.

Dal 1951 molti paesi in varie parti del mondo hanno sperimentato quanto viene comunemente definito un « ritorno alla politica monetaria ». In termini negativi, si è trattato di un rilassamento

dei controlli economici diretti — controlli sul commercio estero, assegnazione di risorse, restrizioni sui prezzi, salari, affitti. In termini positivi, si è ricominciato a fare affidamento sugli strumenti monetari per regolare il flusso del credito al fine di mantenere la stabilità finanziaria e favorire lo sviluppo economico. Nel mondo occidentale, le politiche monetarie hanno costituito parte di un programma generale mirante al ripristino del commercio multilaterale e della convertibilità delle valute; in altre parti del mondo, le tecniche monetarie sono state usate per rafforzare programmi di stabilizzazione intesi a riportare sotto controllo le forze inflazionistiche e a mantenere un alto ritmo di sviluppo economico. Il periodo successivo al 1951 è stato caratterizzato da un aumento generale nella produzione e negli investimenti, rallentato soltanto temporaneamente da due brevi recessioni (1953-54 e 1957-58). Le fluttuazioni economiche sono state più accentuate negli Stati Uniti che altrove, ma non hanno sensibilmente indebolito le forze inflazionistiche né attenuato le preoccupazioni delle autorità monetarie circa il problema a lungo termine della stabilità.

Gli indirizzi monetari degli Stati Uniti si sono concretati nel ritorno ad una politica di libero mercato per i titoli di Stato e nell'uso di strumenti generali per regolare il flusso del credito all'economia. Fra il luglio 1951 e la fine del 1959, il Federal Reserve System ha apportato diciannove modifiche nei suoi tassi di risconto (entro limiti dall'1½ al 4%) ed ha svolto in maniera continuativa notevoli operazioni in titoli a breve scadenza sul mercato aperto. Questi metodi elastici sono stati di volta in volta integrati da variazioni negli obblighi di riserva per le banche commerciali e nei margini obbligatori per i prestiti garantiti da titoli.

Altri paesi hanno parimente manifestato la tendenza a valersi principalmente di strumenti generali, integrandoli però in maggior misura con controlli diretti e interventi di « persuasione ». Conforme a prassi tradizionali, le banche centrali europee hanno fatto uso principalmente di variazioni del tasso di risconto. Fra il mese di luglio 1950 e la fine del 1959 la Banca d'Inghilterra ha disposto quindici cambiamenti, la Bank Deutscher Länder (in seguito Deutsche Bundesbank) sedici, la Banca d'Olanda quindici, la Banca Nazionale Belga quattordici, la Banca di Francia dieci e la Banca Nazionale d'Austria nove. I margini di variazione dei tassi furono maggiori che negli Stati Uniti: compresi tra il 2,5 e il 7% nel Regno Unito; fra il 2,75 e il 6% in Germania e fra il 2,5 e il 6%

negli altri paesi. Fra le banche centrali non europee che apportarono frequenti modifiche al tasso di risconto rientrano quelle del Giappone, della Nuova Zelanda e del Canada.

Dall'epoca dell'abbandono dei controlli selettivi nel 1950, il risconto è stato in pratica il principale strumento della politica monetaria seguita dalla Banca del Giappone. Questa banca ha mantenuto un sistema di tassi progressivamente crescenti sui mutui eccedenti certe quote stabilite per le varie banche commerciali ed ha aumentato il costo del denaro alle banche mutuatrici sia aumentando la struttura dei tassi, sia riducendo le quote concesse ai tassi inferiori. Essa ha pure concesso tassi preferenziali per varie forme di finanziamento, ad esempio per l'importazione e la lavorazione di certe merci, ed ha reso più severa la sua politica creditizia riducendo il numero di tali tassi preferenziali.

La Nuova Zelanda ha aumentato fortemente il tasso di sconto dall'1,5% nel 1953 al 7% nell'ottobre 1955, attraverso cinque tappe successive; ma in seguito lo ha lasciato invariato fino all'ottobre 1959, quando lo ridusse al 6%. La Banca del Canada, dopo aver abbassato il tasso di risconto dal 2½ all'1½% all'inizio del 1955, lo ha aumentato sei volte fino al 5½% nell'ottobre 1956. Nel novembre successivo ha apportato l'innovazione più significativa in questo campo, adottando un tasso flessibile, automaticamente fissato a ¼% sopra il tasso settimanale delle cambiali del Tesoro offerte all'asta. La nuova procedura, unita alla limitazione delle anticipazioni a sette giorni e all'applicazione di tassi progressivamente più alti sui rinnovi, ha accentuato il carattere di « penalità » della sua azione.

Insieme con il tasso di risconto, le banche centrali hanno fatto uso di operazioni sul mercato aperto per influenzare la liquidità dei mercati monetari. Tali operazioni sono state compiute con moderazione dalla Banca d'Inghilterra, la quale ha appoggiato la sua politica del risconto con modesti movimenti di titoli governativi, principalmente per scopi stagionali od altre finalità temporanee. Fra le altre banche europee che s'impegnarono in operazioni sul mercato aperto van ricordate la Banca d'Olanda e la Deutsche Bundesbank. (Quest'ultima acquistò un forte quantitativo di carta del Tesoro nel 1955 e lo liquidò nel 1956-57 nell'intento di assicurare una gestione monetaria più flessibile). Analogamente, nel Canada, l'aumento del tasso di sconto nel 1955 e nel 1956 — prima

del suo agganciamento ai tassi delle cambiali del Tesoro — venne accompagnato da vendite di titoli governativi.

Sviluppi in tal senso si sono notati anche in paesi che hanno mercati finanziari meno sviluppati. Così, la Reserve Bank of India si dedicò ad operazioni di mercato aperto nel 1952 e fra quella data e il 1954 vendette titoli governativi per neutralizzare la liquidità provocata dall'aumento delle anticipazioni alle banche commerciali. Nel 1955, tuttavia, essa invertì la propria politica, aumentando le scorte di cambiali del Tesoro e ampliando ulteriormente le anticipazioni alle banche ordinarie, per sostenere le sempre maggiori spese per lo sviluppo economico. Da allora si è principalmente valsa di controlli selettivi, senza apprezzabili limitazioni operate con misure generali.

Nel 1955 la Banca del Giappone ha ripreso la sua politica di acquisti diretti dal Tesoro di titoli di Stato e di vendite alle banche, al fine di riassorbire l'eccesso di liquidità risultante da una favorevole bilancia dei pagamenti e dalle spese governative.

Da ultimo la Commonwealth Bank of Australia, sta cercando di creare un'organizzazione di mercato per la carta di Stato a breve termine come base per operazioni di mercato aperto.

Le variazioni degli obblighi di riserva si sono venute affermando come lo strumento più importante della politica creditizia di molti paesi; un numero crescente di banche centrali viene dotato di questo strumento. Così nel 1954 alla Banca del Canada venne data la facoltà di stabilire obblighi di riserva varianti dall'8 al 12% dei depositi bancari (2). Nel 1956 la Reserve Bank of India venne autorizzata ad aumentare gli obblighi di riserva al di sopra dei rapporti base e a corrispondere interessi sugli importi delle riserve eccedenti i limiti base. Dal settembre 1959 — in applicazione di

(2) La Banca del Canada non ha modificato gli obblighi legali dal minimo dell'8% stabilito nel 1954; ha però da allora fatto ricorso ad altri accorgimenti per regolare le riserve bancarie. Con accordi volontari le banche canadesi si sono anzitutto impegnate a tenere una speciale riserva, pari al 15% dei depositi, in forma di cambiali del Tesoro (o di contante e depositi presso la Banca del Canada). Questa disciplina legale e volontaria è integrata da interventi intesi a variare le riserve di singole banche mediante trasferimenti di depositi governativi. A richiesta della Banca del Canada, il Ministero delle Finanze può ordinare a una o più banche di depositare fondi nel suo conto presso la Banca del Canada, o può trasferire fondi dal suddetto conto ad altre banche. Tale tecnica — simile, per certi riguardi, alle ricordate e da tempo sopresse Treasury Deposit Receipts (Ricevute di deposito del Tesoro) della Banca d'Inghilterra — fornisce alla Banca del Canada uno strumento assai flessibile per controllare la liquidità del sistema bancario.

poteri conferitele con un provvedimento legislativo del giugno 1957 — la Banca del Giappone ha imposto alle banche commerciali una riserva di 1,50% e 0,50% rispettivamente per i depositi a vista e per i depositi a termine. Un obbligo di riserva legale («special deposit» presso la Banca d'Inghilterra) è stato da ultimo introdotto con decorrenza dal giugno 1960 anche nel Regno Unito, nella percentuale dello 0,50% per le banche scozzesi e dell'1% per le Clearing Banks londinesi, già praticamente vincolate ad un rapporto minimo intorno al 30% tra attività liquide e depositi totali (di cui, un 8% in contanti e depositi presso la banca centrale, e il resto in prestiti a vista, carta commerciale e cambiali del Tesoro).

Nell'Europa continentale, la Bank Deutscher Laender era stata autorizzata a variare gli obblighi di riserva per i depositi a vista delle banche commerciali tra l'8 e il 20%; la nuova Bundesbank ha la facoltà di aumentare gli obblighi di riserva per i depositi a vista fino al 30%, senza che un limite inferiore sia fissato. Le banche centrali dell'Olanda e della Svizzera si sono servite di sistemi di accordo volontario per impegnare ad obblighi di riserva banche e altri istituti finanziari. Analoghi accordi volontari, applicati dall'Austria e dalla Norvegia, hanno fornito la base per la successiva introduzione di sistemi legali di riserva. Per contro, nel 1957, il Belgio è tornato un po' sui suoi passi riducendo i massimi dei rapporti di riserva in titoli governativi.

Le variazioni negli obblighi di riserva sono diventate un importante elemento della politica monetaria anche nell'America Latina. In anni recenti esse sono state tra le principali misure dei programmi di stabilizzazione che molti paesi hanno intrapreso sotto la guida del Fondo Monetario Internazionale. La Banca di Riserva del Perù nel 1953 ha introdotto obblighi di riserva supplementari (al di sopra degli obblighi base del 10 o 20%); lo stesso ha fatto nel 1958. Obblighi di riserva marginali del 100% (al di sopra degli obblighi base) fanno parte del programma di stabilizzazione adottato dalla Colombia nel 1958. Analoghe misure vennero prese dal Nicaragua (1957) e dallo Honduras (1959). Il programma di stabilizzazione del Cile fa obbligo alle banche commerciali di mantenere alte aliquote di riserva e, in pari tempo, di ridurre le anticipazioni attinte presso la banca centrale, utilizzando invece i loro depositi presso la banca stessa e contraendo quindi la loro liquidità. Obblighi di riserva supplementari del 30% su ogni aumento dei depositi (al di sopra degli obblighi base del 30%) son previsti dal

programma di stabilizzazione dell'Argentina. Obblighi di riserva sono stati introdotti anche nel Brasile e ad Haiti (paesi sprovvisti di banche centrali vere e proprie). Nel Messico sono stati recentemente estesi agli istituti non bancari ed aumentati al 100% per i depositi in valuta straniera. Le disposizioni riguardanti le riserve sono generalmente integrate da *plafonds* per le linee di credito ottenibili presso la banca centrale (sia da governi che da banche commerciali) e da aumenti nei tassi di sconto.

L'uso degli strumenti generali è stato accompagnato in vari paesi da misure di controllo diretto intese a limitare il volume globale del credito bancario e ad impedirne l'uso per scopi speculativi o non essenziali. Così, nel 1951 la Bank Deutscher Laender diede istruzioni alle banche commerciali di ridurre il volume dei crediti in essere in ragione di un miliardo di marchi, come parte di un programma di restrizione del credito. All'inizio del 1955, nel Regno Unito, il Cancelliere dello Scacchiere ripristinò la regolamentazione per i finanziamenti rateali (pagamento minimo in contanti e durata massima del periodo di rimborso); nel successivo mese di luglio richiese alle banche, attraverso la Banca d'Inghilterra, di ridurre i crediti complessivi all'incirca del 10%; tutte le limitazioni dirette, tuttavia, vennero abolite fra la fine del 1958 e l'inizio del 1959. Analoghe misure, per limitare il credito ai consumatori e provocare una riduzione netta dei crediti in essere, vennero applicate in Austria nel 1952 e nel 1955 (sulla base di accordi intercorsi fra il Ministero delle finanze e l'associazione bancaria), e in Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa.

La Banca di Francia ha associato negli anni scorsi strumenti generali e strumenti diretti. Essa ha concesso linee di credito alle banche commerciali ai tassi di sconto base, applicando tassi penalizzatori sulle anticipazioni eccedenti i limiti prescritti; ha fatto uso di variazioni negli obblighi di riserva in carta del Tesoro; ha applicato controlli selettivi per scoraggiare l'aumento dei finanziamenti al consumo e certi tipi di finanziamenti per le importazioni; ha ammonito le banche di astenersi in generale da prestiti non produttivi. Ciò nonostante, si sono ugualmente verificate pressioni inflazionistiche derivanti dalla concessione di servizi di sconto preferenziali ed automatici, particolarmente su effetti di credito edilizio a medio termine, e dalla politica di anticipazioni dirette al Tesoro per coprire i deficit del bilancio statale. La riforma monetaria e valutaria adottata in Francia alla fine del 1958 ha indotto la

DESCRIZIONE COMPARATIVA DEI PRINCIPALI STRUMENTI DI CONTROLLO MONETARIO
USATI DA BANCHE CENTRALI (*)

Paesi	Risconto		Operazioni di mercato aperto		Obblighi di riserva flessibili (1)		Controlli diretti (2)		Persuasione morale
	Po- teri	Uso	Po- teri	Uso	Po- teri	Uso	Po- teri	Uso	Uso
Stati Uniti	sì	importante	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	occasionale
Canada	sì	importante	sì	moderato	sì	importante	no	no	importante
<i>Paesi dell'Europa Occidentale:</i>									
Austria	sì	importante	sì	no	sì	moderato	no	occasionale ³	no
Belgio	sì	importante	sì	importante	sì	moderato	no	no	importante
Danimarca	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	no	no	moderato
Francia	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	sì	importante	occasionale
Germania	sì	importante	sì	importante	sì	importante	sì	occasionale	moderato
Italia	sì	importante	sì	no	sì	occasionale	sì	moderato	importante
Norvegia	sì	moderato	sì	occasionale	sì	occasionale ⁴	no	no	moderato
Paesi Bassi	sì	importante	sì	importante	sì	importante ⁵	sì	occasionale	moderato
Svezia	sì	moderato	sì	occasionale	sì	importante	sì	moderato	moderato
Svizzera	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	importante ⁵	sì	occasionale	importante
<i>Paesi dell'area della sterlina:</i>									
Regno Unito	sì	importante	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	importante
Australia	sì	no	sì	occasionale ⁶	sì	importante	sì	occasionale	occasionale
Ceylon	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	importante	sì	no	moderato
India	sì	importante	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	importante	importante
Nuova Zelanda	sì	occasionale	sì	no	sì	importante	sì	occasionale	no
Pakistan	sì	moderato	sì	occasionale	sì	no	sì	moderato	moderato
Sud Africa	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	importante	no	no	importante
<i>Paesi dell'America Latina:</i>									
Argentina	sì	importante	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	occasionale
Brasile ⁶	sì	importante	sì	no	sì	occasionale	sì	moderato	occasionale
Cile	sì	importante	sì	occasionale	sì	importante	sì	importante	moderato
Colombia	sì	importante	sì	moderato	sì	importante	sì	importante	occasionale
Costarica	sì	importante	sì	moderato	sì	occasionale	sì	importante	importante
Cuba	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	occasionale	moderato
Messico	sì	occasionale	sì	occasionale	sì	importante	sì	importante ⁷	moderato
Perù	sì	importante	sì	occasionale	sì	importante	sì	moderato	importante
Venezuela	sì	occasionale	sì	no	sì	no ⁸	sì	no	
<i>Altri paesi:</i>									
Filippine	sì	occasionale	sì	no	sì	no	sì	occasionale	occasionale
Giappone	sì	importante	sì	occasionale	sì	moderato	sì	moderato	moderato
Israele	sì	no	sì	no	sì	importante	sì	importante	importante

(*) La presente tabella è basata sui dati comparativi disponibili, relativi alle operazioni delle banche centrali durante il periodo 1951-1959. Per il Regno Unito si è tenuto conto dell'introduzione, nella primavera 1960, dello strumento delle riserve obbligatorie.

(1) Gli obblighi di riserva sono considerati come strumenti della politica monetaria soltanto se le autorità monetarie hanno la facoltà di variarli.

(2) Comprendono le limitazioni quantitative sui crediti, nonché i controlli selettivi su certe particolari specie di credito.

(3) In base ad accordo. (4) Dietro disposizione del Ministero delle finanze. (5) In corso di applicazione. (6) Superintendenza per la moneta e il credito e Banco del Brasile. (7) Attraverso le riserve obbligatorie. (8) Soggetto all'autorizzazione del Presidente della Repubblica.

banca centrale a rallentare gradualmente i controlli diretti e a ricorrere maggiormente agli strumenti generali. Il processo di stabilizzazione dell'economia francese ha anche consentito ripetuti ribassi nel saggio di sconto nell'ultimo periodo.

Osservazioni conclusive.

Tre insegnamenti si possono trarre da queste recenti esperienze. Primo: la ripresa della produzione e degli scambi in tutto il mondo, in un contesto di movimenti relativamente liberi delle risorse, ha messo in grado le autorità monetarie di influenzare la domanda e l'offerta del mercato attraverso il meccanismo del credito. Secondo: gli alti livelli di attività economica raggiunti nella maggioranza dei paesi hanno contribuito al mantenimento di pressioni inflazionistiche e richiesto l'applicazione di misure per limitare l'espansione globale del credito. Terzo: l'efficacia delle politiche monetarie è stata in molti casi limitata da fluttuazioni nelle bilance dei pagamenti e dalla pressione di politiche finanziarie espansionistiche.

La polarizzazione dell'attenzione e l'accento posto sulla politica monetaria negli anni recenti hanno portato, in certi casi, ad un minor interesse per la politica fiscale. Ciò ha imposto alle autorità monetarie un ulteriore peso — per la necessità non solo di mantenere la stabilità finanziaria del settore privato, ma anche di correggere le pressioni generate dal mancato controllo delle spese pubbliche da parte dei governi. In paesi in cui si stanno realizzando programmi di sviluppo nei settori pubblici dell'economia, e dove tali settori sono cresciuti d'importanza rispetto al settore privato, la banca centrale si trova a dover fronteggiare continuamente le esigenze praticamente illimitate delle imprese e delle istituzioni finanziarie governative. Le esperienze del Brasile, della Turchia e del Cile dimostrano che la pressione inflazionistica non può essere controllata soltanto mediante la politica monetaria, quando i governi trascurano gli insegnamenti fondamentali della politica finanziaria. Persino in paesi sviluppati, dotati di sistemi bancari e finanziari ben organizzati, quando i governi non limitano i loro bilanci, un onere troppo gravoso ricade sulla politica monetaria e rende sempre più difficile il compito delle autorità monetarie.

Un ultimo punto da tenere presente è che la politica monetaria non produce effetti automatici ed immediati — come alcuni sono propensi a credere —, ma tende a far sentire i suoi effetti soltanto

dopo un certo tempo. Sebbene il ritardo negli effetti delle misure monetarie sia generalmente più breve che per la maggior parte delle misure fiscali-finanziarie, è usuale che trascorra un periodo di alcuni mesi fra il cambiamento nelle condizioni di fondo dell'economia, l'adozione di misure monetarie, ed i loro effetti sul flusso del credito ai mutuatari. Per di più, nel corso dei cicli economici, l'aumento dell'attività durante un periodo di ripresa è generalmente finanziato con le disponibilità liquide accumulate durante la fase di recessione per effetto del rimborso di debiti, del finanziamento di deficit pubblici e dell'espansione del credito della banca centrale — in altre parole, l'economia tende a reagire alla politica monetaria con variazioni nella velocità di circolazione dei fondi liquidi.

FRANK M. TAMAGNA