

La struttura dei mercati monetari

I

I mercati monetari possono essere di diversa specie; debbono però avere, necessariamente, taluni elementi comuni. La definizione più semplice di « mercato monetario » è quella di un centro in cui convergono istituzioni finanziarie allo scopo di trattare impersonalmente « attività », valori monetari. Certo, è questa una versione grossolanamente semplificata della varietà di forme organizzative che si riscontrano nella realtà; essa serve tuttavia a porre in rilievo tre caratteristiche essenziali di tali mercati: 1) che la funzione del gruppo di mercati descritto collettivamente come « mercato monetario » è quella di trattare un particolare tipo di « attività », la cui caratteristica principale è la relativa liquidità, cioè la rapidità con cui possono venir convertite in moneta contante senza rischio di perdite rilevanti; 2) che tali attività tendono ad essere concentrate in un centro (o in centri) che serve (o servono) una regione o una zona. L'ampiezza di tali zone può variare considerevolmente. Alcuni « mercati monetari » sono divenuti centri finanziari di importanza mondiale, o perlomeno la loro attività si svolge a livello internazionale. L'influenza diretta di altri mercati può essere limitata soltanto ad una parte dell'economia nazionale (per es. Chicago o San Francisco negli Stati Uniti), nonostante i legami più o meno stretti che possono collegarli ad altri centri nell'ambito della stessa economia (nell'esempio citato, con New York e tramite New York con l'intero paese). In qualche raro caso può verificarsi una situazione che si potrebbe dire di « condominio » (per es., Sydney e Melbourne in Australia, Bombay e Calcutta in India); 3) secondo il modello più rigoroso, i rapporti che caratterizzano il mercato monetario dovrebbero avere impronta impersonale, e la concorrenza essere quindi relativamente « pura »; cioè le trattative fra le parti interessate non dovrebbero essere influenzate, neanche parzialmente, da considera-

zioni personali; questo ideale, peraltro, solo molto raramente si realizza in pratica.

Questo ultimo aspetto può essere sottolineato dal richiamo di due casi contrastanti. In un vero mercato monetario, in senso stretto, le differenze di prezzo relative a titoli di tipo e scadenza analoghi tenderanno ad essere eliminate dall'azione reciproca delle condizioni della domanda e dell'offerta. Indubbiamente alcune differenze continueranno ad esistere in un qualsiasi momento nel tempo, in quanto, in una situazione dinamica, il sistema dei prezzi verrà rilevato mentre si sta orientando verso quello che, in base alle condizioni attuali, è il « prezzo di equilibrio ». Tuttavia, le differenze che dovessero rimanere non hanno generalmente conseguenze troppo sensibili. Per contro, quando i rapporti di credito diventano « personali », vi possono essere clienti che vengono favoriti, a cui sono accordati tassi particolari a causa dell'entità e della continuità delle operazioni trattate, o perchè il richiedente e l'attività da lui svolta sono ben noti e apprezzati dal finanziatore. D'altra parte, può verificarsi l'inverso: quando vengono praticati elevati tassi di interesse al mutuatario che svolge operazioni occasionali e di limitata entità e che può non essere ben conosciuto dal prestatore.

Definito in senso stretto, il termine « mercato monetario » viene applicato a quel gruppo di mercati reciprocamente collegati che tratta attività relativamente liquide, come disponibilità a vista, cambiali del Tesoro, cambiali o altra carta « commerciale » e, in certi contesti, titoli di Stato a breve scadenza. In alcuni centri il termine viene inteso in senso particolarmente limitato, come ad esempio a Londra, dove il mercato monetario viene considerato soprattutto come l'insieme dei rapporti intercorrenti fra le case di sconto e le banche commerciali. È bene però non dimenticare che lo stesso termine viene spesso usato anche in un senso molto più lato. Nella sua accezione più vasta, esso abbraccia tutto il complesso delle istituzioni finanziarie che operano insieme per soddisfare le esigenze monetarie di una comunità e che talvolta sono disseminate su un'area vastissima.

Qualsiasi tipo di definizione si voglia dare, la struttura del mercato monetario rivela una grande varietà di forme, e sarebbe inutile tentare una classificazione per categorie. In questo campo, più forse che in ogni altro, è estremamente difficile individuare una linea precisa di divisione fra un « tipo » e un altro. È vero che negli ultimi anni gli economisti hanno raddoppiato gli sforzi per segnare una

distinzione fra mercati monetari « sviluppati » e « non sviluppati », ma le forme di organizzazione sono così differenti che la linea di demarcazione è inevitabilmente confusa. Indubbiamente è tutta una questione di gradazioni. Pure, qualche punto di riferimento deve esserci.

Spesso si è cercato di risolvere il dilemma usando come punto di riferimento un modello basato su un mercato considerato già « sviluppato » o « maturo ». Tale è considerato da molti anni il mercato londinese. Recentemente anche le istituzioni americane, accentrate a New York, sono state oggetto di crescente attenzione (specialmente nelle zone « sottosviluppate »). Indubbiamente vi sono ragioni storiche alle radici di questa tendenza a riferirsi all'esperienza altrui, ma quando si è tentato di trasferire queste strutture in un ambiente sostanzialmente differente da quello in cui esse erano state concepite e sviluppate, i risultati non sono stati sempre soddisfacenti. Allo stesso tempo, l'efficienza delle istituzioni londinesi, soprattutto nel soddisfare non soltanto le esigenze di una complessa economia industriale, ma anche quelle dell'area molto più vasta che ha preferito — o talvolta ha dovuto — scegliere la sterlina come propria valuta base, ha stimolato l'intenso studio del meccanismo che le governa come mezzo capace di dare una visione esatta di quanto ci si può aspettare da un mercato monetario. Benchè ciò non giustifichi l'applicazione di uno standard, o di uno schema analogo al resto del mondo, vi è tuttavia una certa fondatezza nel servirsi dell'esempio di un mercato monetario « maturo » come punto di riferimento. Le condizioni ambientali possono essere differenti, ma le caratteristiche essenziali, distinte dalle precise forme istituzionali, presentano possibilità di applicazione molto più vaste di quanto possa ammettersi a prima vista.

Mercati monetari « maturi » possono considerarsi caratterizzati dai seguenti elementi: 1) è presente una struttura integrata di mercati ed istituzioni, raggruppati intorno ad una banca centrale capace e disposta ad agire come « finanziatore d'ultima istanza »; 2) le banche commerciali sono giunte ad impiegare le loro riserve di cassa in maniera più economica; ciò può essere comprovato da comportamenti più o meno *stabili* in materia di rapporti di cassa — in cui i necessari adeguamenti si effettuano tramite aumenti o riduzioni di altre attività liquide —, oppure dall'accettazione di rapporti di cassa *più bassi*, nel qual caso si ha un'economia evidente nelle disponibilità di cassa (talvolta si hanno

ambidue gli sviluppi); 3) nella misura in cui la proporzione dei depositi tenuti sotto forma di « cassa » non è più soggetta ad oscillazioni rilevanti, altre attività liquide si sono assunte il compito di fare da cuscinetto e — benchè il rapporto stesso delle attività liquide possa restare molto variabile — è probabile che venga sottolineata sempre più l'opportunità di osservare un *minimo* effettivo; 4) vi è un alto grado di specializzazione delle funzioni.

Per assicurare in qualche maniera l'esistenza di un mercato monetario, non è necessario che sussistano tutte queste condizioni. L'ordine in cui sono state elencate è però intenzionale. Nessun mercato monetario potrebbe esistere se non è adempiuta la prima condizione; è però probabile che anche gli elementi indicati ai punti 2), 3), e 4) emergano gradualmente nel corso del processo tendente ad assicurare un adeguato livello di integrazione. Il presente articolo si propone, come obiettivo principale, di determinare in quale misura quelle condizioni siano « significative », se non essenziali.

II

L'integrazione di struttura presenta due aspetti: può riferirsi *a)* allo stesso mercato monetario centrale, oppure *b)* a tutta la struttura delle istituzioni finanziarie del paese. L'integrazione piena e completa presupporrebbe entrambi gli aspetti, ma è possibile all'uno di esistere senza l'altro.

Così, nei due principali mercati monetari dell'India — Bombay e Calcutta — le istituzioni che operano sui mercati centrali hanno già conseguito un elevato grado di integrazione; ma non è stata raggiunta l'integrazione totale del sistema, nell'ambito del quale restano ancora da stabilire legami più solidi fra il cosiddetto « settore organizzato » e i finanziatori locali (come i banchieri Multani e Mawari) (1).

Una situazione più o meno opposta esisteva un tempo in Australia. Qui il sistema bancario aveva raggiunto un alto livello di integrazione, basata su un piccolo numero di banche commerciali, ciascuna delle quali aveva sviluppato una vasta rete di

(1) Il ruolo di queste istituzioni indigene è discusso nel capitolo « The Business of Banking in India », in *Banking in the British Commonwealth*, edito da R. S. SAYERS (Oxford, 1952), pp. 177-186 e 201-216. Cfr. anche *Il mercato monetario indiano*, in « Moneta e Credito », n. 18, giugno 1952.

filiali. Quel che tardava a prender forma era un mercato centrale, destinato a trattare titoli a breve scadenza. Forse questa situazione non sarebbe durata così a lungo, se le autorità monetarie australiane non avessero agito con tanta prudenza nel curare il naturale sviluppo di istituzioni e tecniche adeguate. In definitiva, quando le autorità accettarono finalmente di assumersi nuove responsabilità e di fornire servizi di « finanziatore d'ultima istanza » presso la banca centrale, esisteva già un importante mercato « non ufficiale ».

L'importanza di una integrazione strutturale sta nel fatto che le influenze che operano in un singolo mercato, o che si riflettono su un gruppo o su una istituzione particolare, tendono a trasmettersi abbastanza prontamente ad altri mercati o istituzioni affini, in modo da mantenere una certa coerenza nei rapporti fra i vari prezzi del denaro e dei suoi surrogati.

In un mercato monetario centrale, nel quale sono disponibili prestiti monetari di diverso tipo e con scadenze diverse, è possibile parlare di una struttura veramente integrata soltanto se vengono mantenuti rapporti continui tra i mercati interessati. Ogni mercato avrà il proprio prezzo per il tipo di danaro che tratta (o per i suoi surrogati). Perchè si abbia integrazione, debbono esservi *legami* fra i diversi mercati e i rispettivi prezzi. Quando un prezzo non è più in armonia con altri prezzi ad esso collegati, tenderanno a determinarsi movimenti di aggiustamento per stabilire un nuovo equilibrio. Si avrà un esodo di mutuatari da mercati in cui i prezzi sono relativamente alti verso altri mercati che offrono migliori condizioni. Analoghe possibilità debbono esistere per i finanziatori, così che questi possano spostare fondi verso mercati che offrono un reddito relativamente più elevato. In questa maniera i fondi tenderanno a « traboccare » da un mercato all'altro.

Il risultato ultimo non deve essere necessariamente (e raramente sarebbe) un'assoluta uguaglianza di prezzi; ma, tenuto debito conto di fattori come la liquidità e la scadenza, (e dell'atteggiamento dei vari mercati a tal riguardo) i prezzi che emergono dovrebbero rivelare una certa armonia. Affinchè i fondi possano muoversi nelle direzioni volute è necessario che esistano canali di comunicazione fra i diversi mercati. *È questa una condizione base per un'efficiente integrazione.*

I necessari collegamenti saranno provveduti da quelle istituzioni (banche, compagnie di assicurazione, ecc.) che operano abitualmente su più di un mercato con l'offerta o la richiesta di fondi.

Queste istituzioni generalmente rimaneggiano di tanto in tanto i loro portafogli, entro limiti dettati o da regole auto-imposte (e derivate dall'esperienza) o da disposizioni delle autorità monetarie, vuoi per assicurare la desiderata sequenza di scadenze, vuoi per mantenere un determinato volume di utili.

È però improbabile che sia possibile una perfetta « trasferibilità »; di solito esistono « attriti » che impediscono il libero movimento di fondi da un mercato all'altro. I costi dei « trasferimenti » possono comportare commissioni, tasse, oneri di mediazione e spese per indagini. Si aggiungano i costi soggettivi, legati al disturbo e alle noie di frequenti movimenti tra un mercato e l'altro. Il rischio e l'incertezza costituiscono anch'essi un altro ostacolo: soprattutto il rischio di deprezzamento per certi investimenti, rischio che può avere un forte effetto in quei casi in cui non si intenda tenere i titoli fino alla scadenza (2).

Allo stesso tempo, la frequenza delle operazioni comporta le sue economie; e gli stessi effetti negativi del rischio e dell'incertezza possono attenuarsi man mano che la continuità dell'esperienza delle condizioni di mercato crea basi più consapevoli e informate per aspettative e decisioni. In realtà, l'ignoranza può essere l'ostacolo principale. Così, quando le pratiche operative variano considerevolmente da mercato a mercato (ad esempio, fra il mercato « organizzato » e quello a bazaar, in India) e non esiste un codice comune di condotta, la piena integrazione non è possibile. Deve esservi reciproca fiducia e piena comprensione di tecniche e pratiche, perchè i rischi di trasferimento non sembrino troppo gravi e non blocchino virtualmente qualsiasi movimento fra mercati dissimili.

Qualora si consideri il concetto più vasto, cioè l'integrazione applicata alla struttura generale delle istituzioni finanziarie di un

(2) Questa non è sempre una remora così grave come si potrebbe supporre. Per esempio, le perdite possono essere portate a detrazione degli utili di un dato anno agli effetti fiscali, e il ricavo della vendita dei titoli che han causato la perdita può venire reinvestito in titoli similari ai prezzi ribassati del momento. Se il prezzo dei nuovi titoli dovesse aumentare, essi possono essere venduti durante l'anno fiscale successivo, con un utile che può venire tassato come incremento di capitale con un'aliquota inferiore all'aliquota dell'imposta risparmiata l'anno precedente. In questo « spostamento » da un'attività all'altra gli aspetti fiscali possono pertanto avere un'importanza che anche la politica monetaria deve tenere in particolare considerazione.

paese, si osserverà che debbono essere presenti condizioni analoghe. L'integrazione del sistema bancario di un paese implica che i fondi possano muoversi senza difficoltà da un istituto all'altro e da un punto all'altro dell'economia. Sotto questo profilo, l'opposto di un sistema integrato sarebbe un sistema nell'ambito del quale operasse un vasto numero di istituzioni la cui situazione e i cui metodi di gestione fossero così differenti che ciascuna tendesse ad avere una sua particolare clientela; e in cui i tassi applicati fossero fissati con trattative bilaterali, per lo più senza conoscere quanto può esser chiesto od offerto da altri istituti.

È questo un caso estremo che è improbabile incontrare in un paese moderno. Il miglioramento delle comunicazioni e le forze della concorrenza si combinano per escluderlo. Se ne può trovare tuttavia qualche approssimata versione nei settori « indigeni » di quella che era un tempo l'Indocina e di certe zone dell'India e dell'Africa.

La piena integrazione del sistema bancario potrebbe altresì risultare difficile quando un paese è servito in misura rilevante da banche di proprietà estera. In tale situazione le riserve sono spesso tenute all'estero per attingervi quando necessario; e, in mancanza di provvedimenti specifici diretti a limitarne la libertà d'azione, le banche di proprietà straniera possono sottrarsi in gran parte ai controlli locali e ridurre al minimo i loro rapporti con le istituzioni locali.

Un tempo questa poteva essere una descrizione non inesatta delle cosiddette banche « di cambio » britanniche (*exchange banks*) operanti nei paesi asiatici, e delle cosiddette banche « espatriate » (*expatriate banks*) attive in Africa (3). Recentemente entrambi i gruppi di banche sono stati obbligati in molti casi dalle legislazioni locali a mantenere determinate quote delle loro attività nelle aree entro le quali operano. Inoltre, la loro tendenza esclusivista si è molto attenuata e i rapporti con le istituzioni locali si sono fatti più stretti. Ciò è stato in gran parte il portato dell'esperienza e di una progressiva abolizione da entrambe le parti delle barriere create dalla mancanza di reciproca conoscenza.

(3) Per la descrizione dei sistemi vigenti nei territori africani, cfr. W. T. NEWLYN e D. C. ROWAN, *Money and Banking in British Colonial Africa*, Oxford, 1954.

III

Fino ad ora poco abbiamo detto sui meccanismi per realizzare l'integrazione. Condizione basilare è il libero movimento del danaro e dei valori monetari, talchè fondi temporaneamente in eccedenza possano venire assorbiti in quei punti del sistema dove, ai prezzi correnti, c'è una domanda per essi.

Così, nel centro di un mercato monetario ci può essere un mercato di prestiti alla giornata (*at call*) per assicurare il massimo impiego del liquido disponibile. Esempi tipici di questo genere sono i mercati del danaro a breve di Bombay, Calcutta e Karachi. Essi non trattano strettamente « liquido » come tale, ma « quasi liquido ». Ciò vale sia per i mercati del danaro alla giornata, sia per il mercato di tipo analogo che esiste a New York per i cosiddetti « fondi federali » (4) e che agevola le negoziazioni fra le banche commerciali delle riserve « libere » depositate presso le Banche di Riserva. I fondi trattati sono infatti costituiti essenzialmente dalle eccedenze di riserva di cui certe banche appartenenti al Federal Reserve System possono disporre e che intendono offrire temporaneamente sul mercato. La domanda proviene soprattutto da altre banche associate al Sistema che hanno bisogno di mezzi per adeguare le loro riserve ai minimi prescritti.

Nella maggior parte di questi mercati, parte delle risorse negoziate è collocata da intermediari (*brokers*). A Londra — presentata spesso come l'esempio principale di questo tipo di attività — gli intermediari agiscono in proprio; e le case di sconto prendono a prestito alla giornata dalle banche allo scopo di tenere portafogli di cambiali e di altri titoli a breve scadenza. Quando una banca richiama fondi, se ne possono di solito riavere da un'altra; c'è quindi una massa di fondi circolanti continuamente impiegata. In realtà, grazie alla sua « compattezza », il mercato di Londra ha un livello di integrazione che nessun altro mercato monetario del

(4) Cfr. HOBART C. CARR, *Federal Funds*, in FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, « Money Market Essays » (marzo 1952), pp. 13-16. Vedi anche R. S. SAYERS, « The New York Money Market through London Eyes », in *Central Banking after Bagehot* (Oxford, 1957); J. S. G. WILSON, *America's Changing Banking Scene - The Money Market*, « The Banker », Londra, giugno 1957; PARKER B. WILLIS, *The Federal Funds Market, its Origin and Development* (Federal Reserve Bank of Boston, 1957); BOARD OF GOVERNORS del FEDERAL RESERVE SYSTEM, *The Federal Funds Market - A Study by a Federal Reserve System Committee*, Washington, 1959.

mondo possiede, tanto da far dire a molti esponenti della City che soltanto un mercato di sconto di questo genere può costituire un vero « mercato monetario ».

Non soltanto il mercato del danaro alla giornata è a Londra concentrato nelle mani di pochi specialisti, ma le stesse case di sconto che si adoperano per equilibrare la disponibilità di liquido manovrando tra le varie banche commerciali, fungono anche da commercianti al minuto di cambiali delle scadenze desiderate, così che le banche possono modificare le loro riserve secondarie di titoli a breve scadenza se e quando necessario. Inoltre, sono generalmente le case di sconto che « fanno » veramente il mercato per i titoli a breve scadenza, e concentrano le operazioni in tipi affini di valori monetari in maniera tale da assicurare il maggior equilibrio possibile nella struttura dei tassi e dei rendimenti.

Anche Parigi possiede un mercato di sconto, molto più ristretto però di quello londinese. Le case di sconto parigine prendono a prestito dalle banche e da altri istituti al fine di tenere un portafoglio di « Bons du Trésor » e di carta commerciale, così aiutando le banche ad aggiustare le loro consistenze di attività liquide a seconda delle esigenze. Ma, eccezione fatta per le case più piccole, la loro funzione di intermediari nell'agevolare le operazioni di « mercato aperto » della Banca di Francia è quantitativamente più importante. A Parigi, gran parte delle operazioni delle case di sconto sono basate su accordi *en pension*: i titoli vengono cioè acquistati con impegno di ritrasferirli al venditore. Inoltre, le stesse case di sconto vendono regolarmente titoli *en pension* che hanno acquistato con il medesimo sistema, invertendo le operazioni alla fine del periodo di *pension* (generalmente entro due o tre giorni al massimo). Anche le operazioni di « mercato aperto » vengono effettuate formalmente in questa maniera.

Sul mercato dei « fondi federali » di New York, l'offerta di fondi alla giornata viene soprattutto dalle banche commerciali che si trovano temporaneamente con riserve eccedenti, di cui sono disposte a cedere la disponibilità — benchè anche gli intermediari in titoli di Stato possano trovarsi con « fondi federali » nel corso delle loro operazioni (per es., per effetto di vendite di titoli di Stato alla Riserva Federale, vendite pagate in « fondi federali »). Il grosso della domanda di « fondi federali » proviene da banche che hanno necessità di raggiungere la prescritta media di riserve nei singoli periodi di computo.

Molte, ma non tutte queste operazioni vengono effettuate a New York per il tramite di un agente intermediario. Per esempio, una banca che abbia necessità di fondi può far presenti le sue esigenze ad un *dealer*, che in qualche caso può essere un'altra banca. Quest'ultima può avere un'eccedenza di fondi propri ed essere disposta a collocarli, o conoscere qualche altra banca in grado di farlo. Il *dealer* non solo è in condizione di mettere in contatto le parti, ma è anche al corrente dei movimenti dei tassi praticati. Il più importante di questi intermediari è una agenzia di Borsa che si limita a mettere in contatto compratori e venditori. Essa non richiede generalmente alcuna commissione per questo servizio (5), che svolge nella supposizione che possa giovarle per lo sviluppo del suo lavoro di borsa.

Non tutte le banche però ricorrono ad un intermediario per le loro operazioni in « fondi federali »; un buon numero preferisce trattare direttamente con l'altra parte (vi sono anche altri mercati, oltre New York, alcuni dei quali relativamente importanti, come San Francisco). Inoltre, dato che tecnicamente queste operazioni hanno il carattere di un prestito e sono quindi soggette a limiti legali (6), possono capitare casi in cui l'entità delle operazioni stesse comporta qualche difficoltà. In queste circostanze è diventato abituale per le banche ricorrere ad accordi di vendita e riacquisto di titoli di Stato a breve scadenza, cioè alle cosiddette operazioni *buy-backs*, che assomigliano molto alle operazioni francesi *en pension*. Viene così raggiunto lo stesso scopo e i tassi praticati si allineano con quelli in vigore per i « fondi federali ».

IV

Per assicurare una completa integrazione, la possibilità di « adeguamento » monetario deve esistere anche per il sistema nel suo insieme, così che sia possibile spostare fondi da punti in cui

(5) Alcune banche commerciali pagano in realtà a tale agenzia una piccola commissione, poichè desiderano avvalersi dei suoi servizi ma non svolgono un'attività in Borsa sufficiente a costituire una contropartita adeguata.

(6) Per es., salvo certe eccezioni, una banca nazionale non può prestare a un singolo cliente più del 10% del volume dei propri fondi patrimoniali. Ancora, le banche nazionali sono tenute ad osservare certe limitazioni quanto all'entità complessiva delle anticipazioni da esse utilizzate (fino all'ammontare del loro capitale azionario).

sovrrabbondano ad altri in cui, ai prezzi correnti, l'offerta è insufficiente. In un paese, che possiede un piccolo numero di banche ad attività similari, ciascuna provvista di una vasta rete di filiali, i fondi possono venir trasferiti facilmente sia da un punto all'altro di una determinata rete di filiali sia fra le banche stesse. Tuttavia l'esistenza di reti di filiali efficienti non costituisce una condizione *sine qua non* dell'integrazione: un sistema bancario può fruire di un elevato grado di integrazione anche con banche a filiale unica (o a limitate reti di filiali), che abbiano costituito efficienti congegni di trasferimento di fondi fra settori separati dell'economia.

Nell'Inghilterra del XIX secolo questi servizi erano assicurati dai *brokers* in cambiali; per il cui tramite le banche locali erano in grado da un lato di integrare le risorse locali contraendo prestiti contro effetti, dall'altro di prestare fondi locali eccedenti comprando effetti emessi fuori della loro città o circondario.

Negli Stati Uniti, i rapporti di corrispondenza hanno permesso alle *unit banks* di superare in gran parte gli svantaggi derivanti dalla molteplicità di reti di filiali d'ambito molto ristretto e di assicurare il flusso di fondi da una regione all'altra per far fronte, ad esempio, a domande stagionali.

Nell'Inghilterra del XIX secolo questo tipo di soluzione si dimostrò alla fine troppo costoso; e il processo di fusione e lo sviluppo di reti di filiali offrirono un mezzo di integrazione più idoneo. Negli Stati Uniti il timore di forme monopolistiche ha invece prevalso sulle prospettive di riduzione dei costi. Nel contempo il mercato dei « fondi federali » ha molto contribuito a superare gli svantaggi di un sistema di *unit banks*. Le operazioni che si svolgono su tale mercato rendono possibile trasferire fondi da settori dell'economia dove rimarrebbero inutilizzati ad altri dove gli alti e bassi della domanda stagionale raggiungono il culmine. Attraverso questo mercato è possibile correggere difetti di distribuzione di fondi fra zona e zona. La sua esistenza può inoltre contribuire a diffondere su un'area più vasta di quanto sarebbe altrimenti possibile gli effetti delle operazioni di mercato aperto. Queste ultime influenzano la disponibilità generale di fondi al centro. Ciò, a sua volta, ha, con ogni probabilità, riflessi diretti sul mercato dei « fondi federali »; onde le banche di tutto il paese risentono prontamente gli effetti delle operazioni della Riserva Federale, nella misura in cui operano in « fondi federali ».

In Francia si riscontrano elementi di entrambi i sistemi; alcune banche posseggono una rete di filiali che si estende in tutto il paese; vi è poi un raggruppamento di banche regionali e locali che fa capo ad una banca centrale con sede a Parigi; esiste infine un gran numero di banche regionali e locali che dipendono per la maggior parte dai servizi di corrispondenza. « Ibridi » analoghi esistono anche in molti altri paesi.

Qualsiasi sistema venga adottato, il maggior livello di integrazione raggiunto servirà a rendere disponibili fondi per far fronte a qualsiasi domanda, ovunque si presenti. Ciò si rispecchia in una tendenza all'uniformità dei tassi per tipi simili di operazioni anche in settori e luoghi molto distanti. Per esempio, per lo stesso tipo di prestito bancario, i tassi praticati saranno gli stessi a Londra come in Scozia, nel Galles o nell'Inghilterra del Nord. Anche i tassi pagati dalle *Building Societies* su azioni e depositi, e quelli imposti sui prestiti ipotecari, che sono citati talvolta come eccezione a questa regola, tendono ad allinearsi con gli altri tassi, benchè talvolta con un certo ritardo. I saggi d'interesse delle casse di risparmio sono invece, almeno in Inghilterra, molto più vischiosi.

In Australia, dove la rete di filiali di una banca è organizzata in base al modello inglese, i tassi d'interesse non variano (per attività essenzialmente analoghe) dal nord al sud o dall'est all'ovest.

Negli Stati Uniti — dove i casi di banche con vaste reti di filiali sono rari — i tassi variano invece e talvolta in misura molto forte; ma alla base dei divari si trova più spesso l'entità del prestito contratto che l'esistenza di fattori regionali veri e propri. Benchè possa sembrare molto più a buon mercato ottenere prestiti a New York City che nei centri occidentali o meridionali del paese, di fatto, poi, le differenze non sono sensibili per i prestiti di grosso importo; si notano però differenze regionali per i saggi di interesse su prestiti di piccola entità.

Differenze locali di poca importanza si riscontrano in Francia, dove esisteva già una certa tendenza all'uniformità, anche prima dell'introduzione delle attuali misure dirette ad assicurare un controllo centralizzato.

Per contro, in India i tassi hanno sempre mostrato differenze sensibili sia fra i vari centri che entro i vari settori del sistema bancario: ciò è imputabile in gran misura alla « dissimilarità » delle operazioni trattate, ma dipende anche da una struttura bancaria non perfettamente integrata.

V

L'integrazione strutturale nei vari aspetti sinora descritti ha una importanza di primo piano per lo sviluppo di qualsiasi mercato monetario. In concomitanza ad essa, ed in parte come sua conseguenza, si sono avuti sviluppi intesi ad utilizzare in maniera più economica le risorse liquide disponibili. Ciò ha portato in alcuni paesi all'adozione di più stabili rapporti di liquidità; in altri ad accettare rapporti di liquidità più bassi. Talvolta i due sviluppi si sono mischiati. Indubbiamente, l'uso più parsimonioso delle risorse liquide è un importante « sottoprodotto » di una struttura bancaria veramente integrata; poichè quando esistono meccanismi che assicurano il pieno impiego delle risorse liquide disponibili, le banche hanno minore necessità di mantenere forti riserve e possono operare con margini più esigui di liquidità. Ma l'integrazione non può dare tutti i suoi frutti se non esiste una banca centrale capace e disposta ad agire in pieno come « prestatore d'ultima istanza ». In definitiva, è proprio la possibilità di aver accesso a prestiti della banca centrale che permette alle banche ordinarie di accettare livelli di liquidità molto inferiori a quelli che riterrebbero altrimenti necessari.

In molti paesi l'attività bancaria è soggetta ad oscillazioni stagionali abbastanza accentuate. Le banche possono farvi fronte in uno dei modi seguenti: *a*) mantenere rapporti di liquidità assai maggiori di quanto sarebbe altrimenti necessario e lasciarli fluttuare a seconda delle esigenze dell'economia; *b*) mantenere *meno* cassa e investire una *maggior* quantità delle loro disponibilità in titoli prontamente commerciabili, così da poter aggiustare facilmente la situazione di cassa aumentando o diminuendo le attività liquide (diverse dal contante), anche se questa soluzione possa obbligarle di tanto in tanto ad accettare perdite di capitale derivanti da vendite di titoli su un mercato in ribasso; *c*) mantenere rapporti di liquidità inferiori e magari stabili, e ricorrere al credito della banca centrale contro deposito di titoli nei casi di pressione della domanda di prestiti e/o di cassa. Tuttavia le banche commerciali non possono pretendere di prendere liberamente a prestito presso la banca centrale in qualsiasi momento, a meno che non siano disposte ad accettarne l'autorità e quella disciplina che essa trovi necessario applicare, ad esempio per quanto riguarda il prezzo dei suoi finanziamenti o la struttura dell'attivo delle banche.

Per attuare i propri obiettivi, una banca centrale operante in un mercato monetario « maturo » interverrà generalmente di tanto in tanto per influenzare sia l'ammontare della cassa e delle altre attività liquide disponibili, sia i prezzi relativi ai titoli trattati. Peraltro, anche quando esistono adeguati congegni di mercato, una banca centrale potrà intraprendere « operazioni di mercato aperto » soltanto: *a)* se ha facoltà di acquistare e tenere i tipi di valori disponibili sul mercato e *b)* se è adeguatamente rifornita in ogni momento di valori che può vendere su tale mercato. Di solito l'attività delle banche centrali è stata ostacolata meno dalle limitazioni imposte sui tipi di titoli che possono essere acquistati (benchè siano esistite talvolta restrizioni del genere), che dalla scarsità di « munizioni ». In effetti, sia nel Regno Unito che negli Stati Uniti, prima che le cambiali del Tesoro divenissero un mezzo facile e comodo per il Governo di contrarre prestiti, non di rado si riscontrava una fastidiosa mancanza di titoli commerciabili.

Da un punto di vista storico i governi sono stati di solito generosi nel fornire gli strumenti adatti in quantità adeguate (talvolta più che adeguate). Ma anche in mancanza di un governo condiscendente le banche centrali non sono state sempre impotenti e talvolta hanno creato esse stesse gli strumenti necessari. Per esempio, negli anni « trenta » la Banca Centrale Argentina emise un suo titolo per la vendita alle banche commerciali (7); più di recente, la Banca Centrale di Ceylon decideva di integrare le emissioni statali con l'offerta di titoli a breve scadenza da essa appositamente creati perchè « il suo portafoglio era molto limitato » (8). Comunque, la scarsità di « munizioni » atte a consentire lo svolgimento di operazioni di mercato aperto, benchè possa dimostrarsi fastidiosa per una banca centrale, non preclude un'attività disciplinare di natura più diretta (per es., l'imposizione di rapporti minimi di riserve di cassa o il mantenimento di speciali depositi presso la banca centrale). L'esistenza di una banca centrale solida e attiva servirà a stimolare l'integrazione favorendo la creazione delle condizioni ambientali adatte, ma la natura della disciplina imposta può variare considerevolmente.

Molti sono i modi con i quali assicurare il più economico

(7) Cfr. S. N. SEN, *Central Banking in Undeveloped Money Markets* (Calcutta, 1952), appendice al Cap. 4, « The Argentine Experiment 1935-1939 » (pp. 76-84).

(8) Cfr. CENTRAL BANK OF CEYLON, *Annual Report of the Monetary Board to the Minister of Finance* per il 1955, p. 7.

uso di contante — con rapporti di liquidità relativamente stabili o più bassi —; ma, si ripete, una solida banca centrale è un requisito essenziale. In Inghilterra, per esempio, fu lo sviluppo del mercato delle cambiali che permise di raggiungere rapporti di liquidità relativamente stabili, poichè detto mercato fornì uno sbocco al liquido temporaneamente eccedente per investimenti ad opera delle case di sconto, in titoli relativamente liquidi; tuttavia, soltanto quando la liquidità del mercato di sconto venne effettivamente garantita dalla Banca d'Inghilterra con l'accettazione completa delle responsabilità di finanziatore d'ultima istanza, le banche commerciali poterono tranquillamente mantenere i propri rapporti di cassa a quello che divenne un minimo convenzionale del 10% circa dei depositi. Dopo l'abolizione della pratica di *window dressing* nel 1946, il minimo venne ridotto a un 8% circa, che le autorità intendono sia ancor oggi osservato. A questa percentuale è stato associato un rapporto minimo di attività liquide del 30% circa.

Il sistema inglese di mantenere un rapporto di cassa più o meno fisso costituisce un caso speciale. Nei numerosi paesi in cui le banche commerciali debbono mantenere riserve minime di cassa, questi minimi possono generalmente variare entro determinati limiti. Naturalmente in questi casi è meno probabile che si consolidino rapporti fissi di cassa; ma la prassi tende comunque ad imporre una linea di condotta più uniforme di quella esistente in precedenza e a orientare le banche commerciali verso un certo schema comune. Soltanto quando le riserve eccedenti permangono ostinatamente ad alti livelli, sono possibili condotte molto eterogenee. Peraltro, negli Stati Uniti, dove l'esistenza di riserve eccedenti aveva permesso in molte occasioni alle banche commerciali di agire abbastanza indipendentemente dalle autorità, l'esperienza più recente (durante il 1955 e 1956, per esempio) ha dimostrato che cosa si può fare quando le autorità sono disposte a premere sul mercato aperto. Tale pressione ha avuto nell'insieme un discreto successo, nonostante le pratiche molto divergenti seguite dalle banche commerciali americane in materia di riserve secondarie (9).

(9) Non soltanto la proporzione dei titoli tenuti sotto forma di titoli di Stato varia considerevolmente da una banca all'altra, ma anche la distribuzione delle scadenze mostra notevoli differenze. Nè ciò è legato alle dimensioni delle singole banche o alla loro distribuzione regionale. Tuttavia, quali che siano le pratiche seguite, ogni banca, ad un certo punto, diventerà sensibile alla pressione del mercato; e questo è quanto sembra essere effettivamente accaduto.

In paesi che non applicano rapporti fissi di cassa, nè minimi di riserva obbligatoria, l'esperienza ha in genere rivelato che i rapporti di cassa tendono a diminuire. Ciò vale per diversi paesi europei (10), in cui le banche si sono abituate a lavorare con margini di cassa assai più esigui di quanto fosse ritenuto opportuno un tempo.

Così, siamo venuti dedicando particolare attenzione ai rapporti di cassa delle banche. Gli autori del Rapporto Radcliffe (11) sarebbero invece sicuramente dell'opinione di porre piuttosto l'accento sulla « più ampia struttura della liquidità dell'economia », e troverebbero in ciò consenziente la maggior parte degli economisti.

Uno dei principali mezzi per influenzare questa « più ampia struttura della liquidità » è il controllo della liquidità degli istituti di credito (12) che, contribuendo ad « agevolare le possibilità di provvedersi di denaro », influenzano la liquidità dell'economia nel suo insieme.

Fra questi istituti le banche occupano una posizione particolare, in quanto rappresentano per la maggior parte dei mutuatari la più comoda fonte istituzionale di fondi a breve scadenza (e spesso la sola). Tuttavia altri istituti di credito, come le società che finanziano le vendite rateali, pur non « creando » credito, stimolano efficacemente il flusso delle risorse monetarie e le loro attività hanno effetti analoghi. Se vi sono quindi motivi per controllare la liquidità del sistema bancario, sarebbe opportuno — e, a mio parere, anche possibile — controllare anche le attività di questi altri istituti finanziari.

Nella misura in cui liquidità significa la « facilità con cui ci si può procurare denaro », non sarà soltanto il rapporto di cassa ad avere importanza, anche se la necessità per le banche di tenere un po' di contante (per fini operativi) e il loro desiderio di economizzare su tale ammontare sono entrambi fattori da tener in molto conto quando si vuole esercitare una pressione sull'attività creditizia delle banche agendo sull'insieme delle loro attività liquide. Poco importa se ciò avviene per mezzo della gestione del debito pub-

(10) Cfr. E. BROWALD e L. E. THUNHOLM, *Changes in Bank Balance Sheets, 1938-1952*, Institut International d'Etudes Bancaires (Parigi, 1954), p. 13.

(11) *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, Cmnd. 827, 1959.

(12) L'altro consiste nel ricorso alla politica fiscale. Superfluo sottolineare che il pieno successo può essere raggiunto solo se entrambe sono condotte in maniera tale da completarsi a vicenda.

blico, come ha suggerito il Comitato Radcliffe, o con mezzi più diretti. Entrambi i sistemi servono il medesimo fine.

Così, le autorità monetarie, attraverso la gestione del debito pubblico, possono provocare movimenti nei saggi di interesse e per tal via causare variazioni nella liquidità. Se esse evitano di mettere in circolazione una quantità eccessiva di titoli a breve scadenza, i detentori di titoli del debito pubblico dovranno considerare di tanto in tanto in qual misura alcuni dei loro titoli a più lunga scadenza rimangono liquidi — nel senso che possono essere venduti per contanti senza forti perdite. E gli istituti finanziari, nei momenti in cui sono obbligati a ripiegare sui titoli a più lunga scadenza per ricavarne il liquido necessario a finanziare i loro programmi di prestito, diventeranno sensibili a qualsiasi operazione che tocchi le parti « a medio e a lungo termine » della struttura dei tassi di interesse. È in questo modo che il debito pubblico può essere manovrato dalle autorità per influenzare « la più vasta struttura della liquidità ». Le difficoltà che questa linea d'azione comporta sono: a) il pericolo che le autorità possano essere indotte a « monetizzare » una gran parte del debito pubblico; b) il fatto che, se può essere relativamente facile aumentare la liquidità generale comprimendo i rendimenti dei titoli, sarà molto più difficile diminuirla spingendo al rialzo i rendimenti stessi, perchè può darsi che gli istituti finanziari non vogliano acquistare i titoli offerti in vendita anche se a prezzi attraenti. Il grado di dipendenza dalla tecnica della gestione del debito pubblico può però essere ridotto ricorrendo ad una serie di misure supplementari.

Lo scopo dei metodi diretti è di influenzare più rapidamente la liquidità degli istituti di credito e quindi la liquidità di chi spende. Per esempio, se è in vigore un rapporto minimo per le cosiddette attività liquide, come in Inghilterra, dove le autorità insistono su almeno un 30% (dei depositi) (13), qualunque aumento in questo rapporto assoggetterà immediatamente le banche ad una pressione. Quando le banche hanno esaurito le loro possibilità di credito, un effetto analogo può essere ottenuto da un aumento dei « depositi speciali » (riserva obbligatoria) presso la Banca d'Inghilterra.

Nell'ipotesi che il processo di aggiustamento debba aver luogo quasi immediatamente (il che preclude virtualmente una riduzione dei prestiti), le banche debbono affrontare l'eventualità di

(13) Cfr. Rapporto Radcliffe, par. 352 e 429.

una perdita di capitale se vendono titoli, e benchè la perdita possa in certa misura esser mitigata da una proporzionale riduzione del prelievo fiscale a carico dei profitti, la sua prospettiva deve avere per effetto che le banche (e qualsiasi altro istituto al quale possa attribuirsi la stessa prassi) si sentano meno liquide. È questa possibilità di perdita che spinge le banche (e istituti similari) a pensarci due volte prima di espandere ulteriormente i crediti concessi al settore privato. Il grado di questa possibilità tuttavia può variare considerevolmente. Per esempio, se le banche tengono nel loro portafoglio una quota di titoli a breve scadenza, come riserva « secondaria » di attività liquide (14), potranno quasi certamente venderli senza incorrere in perdite. Inoltre il *broker* ufficiale cercherà in generale di evitare di demoralizzare il mercato dei titoli statali e con i suoi acquisti impedirà forti diminuzioni dei prezzi « amministrati » dei titoli stessi. Infine, se le banche dovessero vendere in perdita titoli di stato per sostenere il livello dei loro prestiti, probabilmente i ricavi relativamente elevati dei prestiti offrirebbero una certa compensazione.

Comunque, quali che siano i loro scrupoli in materia, le autorità possono manovrare efficacemente sul mercato dei titoli; se decidono di farlo la loro azione sarà considerevolmente rafforzata laddove esista un complesso integrato di mercati entro cui siano stretti e continui i rapporti fra banche, istituti del mercato monetario, società per il finanziamento delle vendite rateali e (in parte) società di assicurazione; attraverso tali rapporti gli effetti di siffatta politica si diffonderanno per tutta l'economia.

VI

I mercati monetari « maturi » sono caratterizzati da un elevato grado di specializzazione. È questo un portato del movimento stesso di sviluppo, che crea domande via via crescenti per particolari tipi di attività e di servizi.

L'attività bancaria privata non fu al principio che un aspetto accessorio dell'attività che trattava beni meno liquidi. I primi banchieri furono mercanti, orefici o talvolta industriali. Soltanto

(14) Nel Regno Unito, gli « investimenti » bancari in titoli non sono considerati come attività liquide.

quando la loro attività bancaria assunse proporzioni tali da rendere impossibili così vari assortimenti, si impose loro una scelta e il banchiere dovette diventare uno specialista.

In seguito, nell'ambito dello stesso settore bancario si delinearono altre possibilità di specializzazione, non appena si concretò una domanda sufficiente per specifici tipi di servizi. Per esempio, in Inghilterra la necessità per i banchieri di assicurare uno sbocco ai fondi eccedenti fece sì che certe aziende si dedicassero alla compravendita di effetti commerciali. Esse agivano da intermediari fra coloro che volevano prendere a prestito contro cambiali e coloro che desideravano investire in cambiali. Col tempo queste ditte o « case » dovevano diventare *dealers* e assumere in proprio il commercio in cambiali, finanziandosi in gran parte con fondi prestatati dalle banche. Su questa base ebbe inizio l'evoluzione di quelle che sono oggi le moderne case di sconto, organizzatrici, come già si disse, anche di quel mercato al minuto di cambiali che permette alle banche di provvedersi di effetti nella gamma di scadenze adatte al loro fabbisogno di riserve secondarie. Da ultimo le case di sconto hanno contribuito a « creare » il mercato dei titoli di stato a termine relativamente breve (fino a cinque anni), e, concentrando i titoli in scadenza in poche mani, sono venute facilitando le operazioni di conversione delle autorità.

Un altro esempio derivato dal mercato londinese riguarda le *merchant banks* (o case di accettazione), alcune delle quali operano ancora come mercanti. Ma oggi uno dei loro compiti principali è il finanziamento dei movimenti di merci, mediante l'accettazione di cambiali per conto di clienti noti, o che vengono loro raccomandati. In tal modo esse si sono specializzate nel « commercio della reputazione e dell'integrità », e nelle tecniche finanziarie connesse con gli scambi internazionali.

New York è l'altro, e solo, mercato monetario del mondo paragonabile a Londra come importanza, ma con un grado minore di specializzazione. Gli istituti che vi operano, banche comprese, generalmente abbracciano diversi campi. Pure, un certo livello di specializzazione c'è. Così, anche se mancano istituti che trattano esclusivamente titoli di stato, ve ne sono alcuni che si concentrano particolarmente su questo tipo di operazioni. Del pari soltanto un piccolo numero di istituti può vantare una specializzazione nel collocamento di carta commerciale, benchè, di nuovo, ciò non co-

stituisca la loro unica attività, nè quella principale. Con analoghe qualificazioni, si son venute creando specializzazioni per il lavoro in accettazioni bancarie e in «fondi federali». La tendenza è nettamente delineata, anche se la specializzazione può non aver ancora raggiunto il massimo grado di intensità.

In Australia, il sistema bancario è «integrato» da molti anni, ma un mercato monetario che si avvallesse dei servizi di istituti specializzati ha tardato a prender piede. Un tempo le banche stesse fornivano tutta la gamma dei servizi, e l'unica specializzazione, di antica data, era quella del credito agricolo, anch'essa incompleta. Di recente nel mercato dei capitali sono apparsi «specialisti» e sono state create diverse società per il finanziamento di vendite rateali. Da ultimo alcune case borsistiche di Sydney e Melbourne hanno organizzato servizi destinati a far fronte alle esigenze di clienti che vogliono godere della sicurezza offerta dai titoli di Stato per l'investimento di disponibilità che però non possono impegnare a lunga scadenza. Poichè titoli di Stato a scadenza ravvicinata non erano disponibili in forti quantità, alcuni *dealers* hanno cominciato ad offrire operazioni *buy-back*: vendono cioè titoli ai clienti investitori con l'impegno di riacquistarli. In tal modo, e con i mezzi presi a prestito con normali operazioni bancarie, sono riusciti a costituire cospicui portafogli.

Soltanto nel febbraio 1959, tuttavia, allorchè esisteva già un mercato «non-ufficiale» di notevole entità, la banca centrale cominciò a fornire servizi di «prestatore d'ultima istanza» a «*dealers* autorizzati» sul mercato del denaro a breve scadenza. I principali scopi che essa si prefiggeva erano i seguenti: a) contribuire alla razionalità di quello che stava rapidamente diventando un importante centro di investimento per ingenti quantità di fondi a breve scadenza; b) collaborare allo sviluppo di un mercato più vasto e più attivo di titoli di Stato a breve scadenza, benchè tali titoli non includessero ancora cambiali del Tesoro emesse ad aste pubbliche. Contemporaneamente, venne ampliata la gamma dei titoli di Stato, iniziando nel novembre 1959 (su base quindicinale) emissioni speciali di Buoni del Tesoro a tre mesi, con lo scopo di assorbire le risorse liquide stagionalmente elevate sia delle banche che del pubblico. Questi Buoni sono riscontabili presso la banca centrale, pur essendo i *dealers* soggetti nei loro riguardi agli stessi limiti imposti dalla banca centrale per gli altri valori trattati sul mercato monetario.

Così, l'attività di operatori specialisti sul mercato monetario è stata pienamente riconosciuta in Australia. Il volume e la gamma delle operazioni e dei rapporti si sono venuti quindi ampliando, è aumentata la capacità del mercato di reperire ed assorbire i fondi liquidi disponibili nell'economia e gli è stata assicurata l'elasticità necessaria ad adeguarsi ai mutamenti della congiuntura (ed anche a strette finanziarie).

L'India costituisce un contrasto interessante con l'Australia. A Bombay e Calcutta, i due principali mercati monetari del paese, diversi *brokers* specializzati sono da tempo attivi nel collocamento di fondi per brevi periodi di tempo o nel risconto di *hundis* (strumento locale di credito simile a un pagherò cambiario). Vi è poi la figura dello *shroff* girante, che è colui che realmente risconta l'*hundis* presso alcune delle principali banche commerciali, creando così certi legami fra il mercato monetario centrale ed i settori indigeni. Son questi aspetti di una attività specializzata, la cui esistenza rivela un grado di «maturità» e di sofisticazione che può meravigliare chi non sia indiano (15). Tuttavia le autorità indiane non si son messe a costruire su queste basi, ma si sono piuttosto preoccupate di come affrontare le acute strette finanziarie che si sviluppano regolarmente ad ogni culmine stagionale (16).

La specializzazione non va confusa con la «compartimentalizzazione». Lo scopo delle specializzazioni non è quello di costituire domini separati, ma di creare collegamenti fra i vari settori del mercato monetario. Così le operazioni di arbitraggio hanno maggior probabilità di promuovere rapporti coerenti fra i vari prezzi se sono condotte da operatori dotati di esperienza. Nè la specializzazione implica una tendenza al monopolio, nè l'isolamento di parti del mercato monetario. Lo specialista tiene il suo posto in virtù dell'abilità e dell'esperienza raggiunte, e unicamente a questo titolo, e può quindi esser costretto di tanto in tanto ad affrontare nuovi concorrenti. Lo sviluppo della specializzazione dovrebbe, in definitiva, favorire la più completa integrazione dei diversi mercati che costituiscono il complessivo mercato monetario, facilitando il flusso dei fondi sia fra i singoli mercati che all'interno di ciascuno di essi.

(15) Cfr. J. S. G. WILSON, «The Business of Banking in India», *cit.*, pp. 169-171 e 206-208.

(16) Cfr. RESERVE BANK OF INDIA, *Annual Reports 1952*, pp. 17-18; *1953*, pp. 16-17; *1954*, pp. 15-16; *1955*, pp. 19-20; *1956*, p. 10; *1957*, p. 15.

VII

Quali sono le implicazioni della « maturità » di un mercato monetario dal punto di vista dell'attività di controllo della banca centrale?

Primo: quando un mercato monetario è compatto ed integrato (come nel Regno Unito), gli effetti di qualsiasi azione intrapresa dalle autorità al centro pervadono rapidamente tutto il mercato monetario centrale e da qui l'intero paese. Perchè ciò sia possibile deve esistere un meccanismo di mercato tramite il quale le autorità possano agire ed il centro collegarsi più o meno direttamente con il resto dell'economia, sia a mezzo di vaste reti di filiali bancarie, sia con l'ausilio di sviluppati rapporti di corrispondenza (o di una combinazione di entrambi i congegni).

Dove invece, come in India, i mercati monetari centrali sono sviluppati, ma i vincoli con i settori locali sono piuttosto deboli, le operazioni svolte sul mercato centrale fanno sentire i propri effetti sul resto del sistema solo molto lentamente. Per converso, può darsi che, come è accaduto per molti anni in Australia, il sistema bancario sia già integrato, ma non esista un meccanismo centrale del mercato monetario tramite il quale le autorità possano agire con sufficiente efficacia. In questo caso le relazioni fra la banca centrale e le banche commerciali tendono ad essere dirette e i rapporti delle attività liquide e i saggi di interesse sono determinati, quando lo sono, (obbligatoriamente o meno) tramite comunicazioni dirette fra la banca centrale ed i membri del sistema bancario.

Ciò può accadere anche in un mercato monetario « maturo », sia come mezzo supplementare di controllo, sia come mezzo sostitutivo dell'azione svolta sul mercato aperto — quando sia in atto una politica di denaro a buon mercato e le armi tradizionali di controllo si siano spuntate.

In sostanza, se esiste un meccanismo adeguato di mercato, la banca centrale può scegliere fra diverse tecniche, e intervenire indirettamente oppure applicare, a sua discrezione, metodi di azione diretta. Quando invece manca un vero mercato monetario centrale, sia il sistema bancario integrato o meno, l'azione *diretta* è il solo metodo applicabile, e recentemente il ricorso ad essa si è fatto sempre più frequente quando si son volute imporre restrizioni creditizie

ad istituti che sarebbero altrimenti rimasti fuori della portata delle rispettive banche centrali.

Secondo: c'è poi la questione di fino a qual punto i criteri di condotta delle banche commerciali in fatto di disponibilità di cassa e di altre attività liquide le rendano più ricettive ad un effettivo controllo della banca centrale. Quando i rapporti di cassa e di liquidità si conformano a valori prevedibili (per imposizione o meno delle autorità), si può essere sicuri che le banche commerciali dipenderanno dalla banca centrale per i loro fabbisogni « marginali » di cassa (e forse anche di altri fondi liquidi). Diventa allora possibile alle autorità ottenere una certa « rispondenza » da parte delle banche commerciali, esercitando una pressione minima. A sua volta, il fatto che la banca centrale sia disposta ad agire da finanziatore d'ultima istanza è condizione basilare perchè le banche commerciali seguano determinati criteri o canoni; infatti, se esse non sono sicure di poter contare sull'assistenza necessaria, non risparmieranno alcuno sforzo per cercare di mantenere una certa indipendenza accantonando forti riserve liquide.

Terzo: un certo grado di specializzazione è elemento che giuoca a vantaggio della banca centrale sotto un aspetto particolare. Esso permette di esercitare rapidamente e facilmente una pressione su *qualunque punto sia considerato il più strategico ai fini della politica da attuare, con la certezza che avrà ripercussioni sui mercati connessi.*

Così, laddove esiste un gruppo di mercati specializzati per titoli a breve scadenza di vario tipo, la banca centrale è in grado, comprando e vendendo, di rendere disponibile più o meno prontamente il contante in qualsiasi settore del mercato monetario essa desideri far sentire la sua influenza, lasciando alle forze di mercato di trasmettere gli effetti di tale azione e di ristabilire rapporti coerenti di prezzo in tutto l'ambito del sistema.

Il punto su cui agire può essere altrettanto importante del grado di pressione da esercitare (o interrompere), poichè è necessario un po' di tempo prima che gli effetti di tale azione si dispieghino ed è probabile che non si ripercuotano immediatamente su altri mercati con la stessa intensità. Possono anche presentarsi casi in cui si desidera esercitare una pressione differenziata (soprattutto quanto ai saggi di interesse). L'effetto *primario* sarà realizzato dove esso era più desiderato. Col passar del tempo si avranno

effetti secondari, che saranno però più diffusi e con conseguenze meno dirette.

In questo contesto l'esistenza di mercati specializzati può essere di ausilio alla banca centrale e permetterle quell'azione calcolata e specifica diretta al raggiungimento di obiettivi che sarebbero male serviti da una generale riduzione (o da un generale accrescimento) della base di cassa (per es. da aumenti o diminuzioni delle quote obbligatorie di riserva).

Inoltre la banca centrale può esercitare la propria influenza conferendo direttamente con i rispettivi gruppi di interessi. L'esempio principale di questa politica è dato da Londra, dove il Governatore della Banca d'Inghilterra può convocare in qualsiasi momento, per un incontro non formale, i presidenti dell'Associazione delle banche di clearing, delle Associazioni delle *Accepting Houses*, delle *Issuing Houses* e delle *Discount Houses*. Sistemi analoghi si ebbero negli Stati Uniti poco dopo il 1950, durante il periodo di « restrizione volontaria del credito », con consultazioni fra il Federal Reserve System e certe organizzazioni specializzate. Altri paesi, fra cui la Francia e l'Olanda, hanno sviluppato sistemi di questo tipo.

Tuttavia, sotto questo profilo, la mancanza di specializzazione può anche non costituire un ostacolo grave per una banca centrale, purchè le banche commerciali costituiscano già una struttura integrata. Così in Australia, prima che gli istituti specializzati — la cui creazione è relativamente recente — iniziassero la loro attività, le banche trattavano tutta una gamma di attività diverse; dato però il loro numero ristretto e il fatto che gli uffici centrali (o, nel caso delle due banche anglo-australiane, gli uffici australiani centrali) erano per lo più situati in uno o nell'altro dei due maggiori centri (Sydney e Melbourne), non era difficile stabilire contatti ed assicurare la reciproca consultazione su una base di continuità fra la banca centrale e le banche commerciali in merito ad una varietà di soggetti. Inoltre l'esistenza in Australia di vaste reti di filiali facilitava la pronta trasmissione dei risultati delle decisioni concordate a tutti i settori dell'economia.

Congegni di questo genere vengono generalmente considerati come elementi costitutivi delle cosiddette politiche di « persuasione morale » o di « *leadership* della banca centrale ». Ma, a loro volta, anche codeste politiche possono essere molto agevolate dal sorgere di gruppi di istituzioni specializzate.

J. S. G. WILSON