

Gestioni bancarie e restrizioni monetarie *

Per restare aderente allo specifico oggetto della mia esposizione, non mi occuperò di due ordini di problemi: non discuterò degli effetti dei processi inflazionistici sulle gestioni bancarie, né tratterò delle caratteristiche, del *modus operandi* e delle implicazioni *generali* delle politiche di restrizione monetaria, con le quali i processi inflazionistici vengono affrontati. Le politiche di restrizione monetaria saranno da me considerate sotto un'ottica più limitata: nei problemi che pongono alle banche, nelle ripercussioni sul loro comportamento, nelle risposte che in esse provocano, nelle distorsioni che ne possono derivare nei rapporti con la clientela e con altri circuiti finanziari. Com'è ovvio, questi aspetti variano a seconda delle caratteristiche istituzionali, delle consuetudini, degli orientamenti delle diverse organizzazioni bancarie, nonché in ragione degli strumenti di controllo impiegati dalle autorità monetarie e della molteplicità delle loro combinazioni nelle cosiddette politiche monetarie.

Il campo da considerare è quindi molto vasto e complesso. Ognuno dei paesi più importanti ha una sua esperienza, ricca di mutamenti nelle tecniche di controllo adottate e talvolta nello stesso approccio generale. E' un intrico di vicende nel quale la mia breve esposizione non potrà far altro che rilevare certi punti essenziali; dovrò cioè limitarmi a un discorso per così dire esemplificativo, a osservazioni « condensate » che sorvoleranno su esperienze di paesi importanti che da sole meriterebbero un esame particolareggiato.

* * *

L'attività bancaria, come oggetto immediato delle politiche monetarie, è il canale di trasmissione delle misure restrittive. Le banche sono ormai diventate gli agenti esecutivi delle prescrizioni delle

(*) Testo italiano di una Conferenza letta in inglese alla 28th International Banking Summer School (La Baule, 3 giugno 1975) con il titolo « Banks vis-à-vis Monetary Restraints ».

autorità monetarie (intese in senso largo), secondo i poteri a queste ultime assegnati, poteri che si sono sempre più dilatati e che ormai nella maggior parte dei paesi occidentali conferiscono un controllo che si può dire praticamente integrale. Ma nel mondo occidentale le banche sono in pari tempo sottoposte alle forze di mercato, operano con la logica di imprese economiche entro il tessuto delle imprese e degli altri agenti economici cui prestano i loro servizi e delle cui realizzazioni sono compartecipi. L'applicazione delle misure restrittive è quindi non solo una forma di collaborazione dovuta alle autorità monetarie; deve essere anche un'opera di mediazione che adatti le misure restrittive e scelga i modi e i punti ove applicarle per agevolare gli aggiustamenti del mercato. Spesso la scelta è facilitata dalle stesse autorità monetarie, che indicano le zone in cui le restrizioni devono incidere in modo particolare e i tipi di attività che devono avere trattamenti in varia misura « privilegiati »; si è allora nel campo dei controlli (o raccomandazioni) selettivi in senso stretto. Ma anche in questi casi resta il problema delicato di accertare la reale destinazione delle concessioni di credito « privilegiate »; è un problema che spesso non si riesce a risolvere in modo soddisfacente per l'ovvio motivo che — per usare un'efficace formulazione — « la "sélectivité" des crédits se perd dans l'unité de la trésorerie des utilisateurs de fonds » (1). Quando poi la politica restrittiva — sia essa di tipo monetario, cioè applicata su un aggregato monetario (per esempio, sulla offerta di moneta), oppure di tipo « creditizio », cioè applicata direttamente sui flussi di credito (imponga, per esempio, « credit ceilings ») — non è accompagnata da prescrizioni selettive, le scelte sono esclusiva responsabilità delle banche. E diventano un compito più difficile, anche perché il poter appellarsi a direttive particolari delle autorità monetarie attenua gli attriti con la clientela. Naturalmente, le difficoltà variano in ragione di molti fattori.

Un elemento molto importante è innanzi tutto la intensità della politica restrittiva. Quanto più questa è rigorosa e rapida, tanto più forti sono le resistenze e le reazioni delle imprese e il cumulo delle pressioni che si esercitano sulle banche. Ci sono, fra l'altro, linee di credito concesse e non ancora utilizzate, programmi di finanziamento concordati, sovvenzioni di investimenti da completare. Le banche vengono a trovarsi di fronte a situazioni e problemi complessi. E' comprensibile che si sforzino di evitare contraccolpi peri-

(1) BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapports*, 1973, pag. XX.

colosi per le imprese, ricorrendo a mezzi e strumenti operativi non abituali e che appaiano formalmente leciti.

Le responsabilità delle banche si accentuano quando il finanziamento delle imprese dipende in larga misura — come in Italia e in Giappone — dal credito bancario, oppure quando c'è una tradizione di legami molto stretti, come in Giappone e in Germania, tra grandi banche e gruppi di imprese finanziate.

D'altra parte la pressione delle esigenze del mercato tanto più incide nella condotta delle banche quanto più vivace è la concorrenza fra le banche e fra queste e altri circuiti finanziari. Il « costo » di dover rinunciare a rapporti di affari importanti e di vecchia data può essere non temporaneo ma più o meno duraturo quando la rinuncia avviene a favore di altri circuiti che possono continuare ad espandersi più liberamente, o di altre banche che, per particolari caratteristiche ambientali, hanno un più alto grado di liquidità e sono in grado di trarne vantaggio (spostamenti di questo genere possono, ad esempio, verificarsi tra banche insediate in grandi centri finanziari e banche caratterizzate da insediamenti « provinciali » e da rapporti di reimpiego normalmente più bassi).

A complicare le cose e a influenzare il comportamento delle banche possono intervenire situazioni di discriminazione; situazioni che, a loro volta, possono essere più frequenti e pericolose in sistemi finanziari molto articolati e pervasi da tendenze dinamiche e innovatrici. Il gruppo di banche che si sente colpito da restrizioni in modo esclusivo o in misura maggiore di organizzazioni normalmente o potenzialmente concorrenti tenderà a reagire; e la reazione potrà restare nei limiti della protesta o trovare la via di compromessi non dannosi per l'attuazione della politica restrittiva; ma potrà anche stimolare l'inventiva e la ricerca più o meno impegnata di strumenti variamente efficaci di aggiramento delle misure restrittive.

In questo campo può avere qualche influenza il prevalere di tradizioni di indipendenza (si pensi agli Stati Uniti) oppure di abituale cooperazione con le autorità monetarie (è il caso delle grandi banche londinesi) o di subordinazione amministrativa (banche nazionalizzate o candidate alla nazionalizzazione). E a sua volta la diversità di tradizioni può essere influenzata dalla diversità della struttura bancaria (frazionata e dispersa oppure altamente concentrata).

A favorire atteggiamenti, per così dire, « reattivi » da parte delle banche possono infine contribuire le controversie sulle politiche mone-

tarie seguite e sui vincoli imposti. Per l'appunto, l'ultimo periodo — grosso modo, quello successivo al *Radcliffe Report* — è stato ricco di discussioni e riforme, che riflettono il rapido evolversi delle strutture dei mercati nazionali e internazionali e il continuo riesame dei principi della politica monetaria e del suo posto per la regolazione dell'economia. In materia qualche sommario riferimento può essere opportuno per dare alle mie osservazioni, che vogliono essere di carattere pratico, una certa prospettiva generale. I miei cenni saranno limitati agli Stati Uniti e ai principali paesi europei.

* * *

Negli Stati Uniti la politica monetaria è stata nell'ultimo periodo un campo di continue discussioni sia nei suoi svolgimenti concreti sia nei suoi fondamenti teorici. A dare vivacità ai dibattiti ha concorso, com'è risaputo, la cosiddetta « contro-rivoluzione » della scuola monetarista, rappresentata anche negli organi ufficiali ad opera, tra l'altro, degli economisti della Federal Reserve Bank of St. Louis, con l'insistenza sulla necessità di concentrare l'azione di controllo sugli aggregati monetari, di preferire regole entro certi limiti pre-determinate a discrezionali « sagaci sintonizzazioni » (il cosiddetto « fine tuning »), di rinunciare a controlli selettivi del credito e alla pratica dei massimali per i tassi d'interesse pagati sui depositi a tempo e a risparmio e sui certificati di deposito (CD), pratica (« Regulation Q ») introdotta negli anni « trenta » per garantire una sana gestione a tutela dei depositanti e negli anni « sessanta » utilizzata per regolare i flussi di credito. Se le tesi « generali » dei monetaristi incontrano diffuse opposizioni, la tesi contraria alla « Regulation Q », che discrimina a carico delle banche (2) e dei piccoli depositanti, è sostenuta anche da altre correnti di pensiero; e oggi tende a prevalere. Essa è stata accolta tra le raccomandazioni formulate nel *Report* che alla fine del 1971 la *Hunt Commission* ha aggiunto alla numerosa serie di indagini dedicate ai problemi del sistema finanziario americano. Le stesse autorità monetarie, da ultimo, hanno mostrato in materia una tendenza « evolutiva »; nel 1973 hanno rinunciato ad imporre massimali per i tassi d'interesse sui CD di grosso taglio (per rallentare l'espansione del credito bancario) e hanno invece

(2) Prescindo dai complicati problemi che riguardano le Thrift Institutions (Savings and Loans Associations in particolare) e il credito ipotecario.

assoggettato tali CD a coefficienti di riserva di tipo marginale (cioè sugli incrementi) (3). Quanto ai « credit ceilings », essi sono stati ritenuti non solo inadatti al complicato sistema americano, ma anche inutili come strumenti complementari dei tradizionali metodi di controllo (risconto, operazioni di mercato aperto, obblighi di riserva).

Un aperto rifiuto, nonché di « credit ceilings », anche di massimali per i tassi di interesse è tra le caratteristiche delle riforme tedesche del 1967. Come osservava la relazione annuale della *Bundesbank* per il 1966 (p. 15), la fissazione ufficiale dei tassi d'interesse bancari era diventata « sempre più discutibile quanto più il movimento dei tassi liberi rendeva evidente che la rigida struttura ufficiale dei tassi avrebbe avuto bisogno di notevoli modificazioni (sotto forma ad esempio di una più ampia gamma di tassi a seconda della scadenza) senza che le autorità avessero un concetto preciso dell'ampiezza delle variazioni da introdurre... Era da ritenere che tassi di interesse " genuini " ... avrebbero guidato i mercati creditizi più efficacemente di tassi fissati dalle autorità... ». In tal modo le banche tedesche sono tornate arbitre di fissare i tassi pagati e ricevuti (oltre che di decidere aperture e chiusure di sportelli) in un mercato concorrenziale, nel quale la Banca centrale, accanto alla regolazione del risconto e delle riserve obbligatorie, è venuta sviluppando la tecnica delle operazioni di mercato aperto e il controllo dei movimenti di fondi internazionali ed è assistita dalle applicazioni della legge (pure del 1967) « per la promozione della stabilità e dello sviluppo dell'economia » (*Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft*).

In Francia le critiche su certi aspetti della politica monetaria sono confluite nel « Rapport sur le marché monétaire et les conditions de crédit » presentato all'inizio del 1969 dalla Commissione Marjolin, Sadrin, Wormser (poi Governatore della *Banque de France*). Già nel biennio 1966-1967 una serie di revisioni aveva iniettato nel sistema bancario notevoli impulsi concorrenziali (fra l'altro, era stata abolita la disciplina amministrativa per l'apertura di nuovi sportelli e liberalizzato il tasso di interesse per i depositi di una certa durata e d'importo superiore a un determinato importo); e si era introdotto

(3) « This shift in emphasis, from a reliance on interest rate ceilings to the use of marginal reserve requirements... could make it easier... to pursue a policy of restraint without risking a " credit crunch " that prevents large numbers of borrowers from obtaining money at any price ». (*Fed. Res. Bank of Dallas, Business Review*, novembre 1974, p. 1).

un sistema di riserve obbligatorie per i depositi. Successivamente alla pubblicazione del rapporto M.S.W. il sistema delle riserve obbligatorie per i depositi è stato integrato con riserve anche per i crediti (4), lo strumento del risconto (sul quale si innestavano le selettive concessione « hors plafond ») ha perduto importanza, in larga misura sostituito da operazioni sul mercato monetario, e ai « credit ceilings » tassativi è stato preferito (dicembre 1972) un sistema meno rigido di limitazione della crescita dei crediti, consistente in « réserves supplémentaires » progressive applicate agli aumenti dei crediti che superano prefissate percentuali (5).

Forse la riforma più appariscente, in certo senso una sorta di autocritica, si è avuta in Inghilterra. Ivi alle critiche degli studiosi si sono unite quelle di indagini ufficiali (6) fino all'elaborazione del noto documento CCC della Banca d'Inghilterra del maggio 1971, che è alla base dei profondi mutamenti realizzati nell'autunno successivo. Nel quadro di un approccio generale che, rivalutando il controllo della offerta di moneta e la flessibilità dei tassi d'interesse, si distacca dalle tesi del *Radcliffe Report*, veniva abbandonato il tradizionale tessuto di rapporti, di pratiche, di « gentlemen agreements » che collegava rigidamente i tassi delle « clearing banks » e delle case di sconto al tasso ufficiale di sconto (così, di fatto, sottoponendoli alla direzione della Banca centrale). Le « clearing banks », abolito il vecchio cartello, sono tornate alla concorrenza con i tassi d'interesse. Al « coefficiente di liquidità » e ai « depositi speciali », che disci-

(4) Secondo il Conseil National du Crédit (25me Rapport Annuel, 1970, p. 22), « un sistema di riserve obbligatorie basate sui soli depositi non è, in sé, sufficiente a evitare un'espansione eccessiva dei crediti. Se per l'intero sistema bancario, crediti e depositi si sviluppano parallelamente, per contro presso ciascuna banca non esiste necessariamente una relazione evidente fra la concessione di crediti e la raccolta di depositi.

Pertanto, affinché la costituzione delle riserve sia più direttamente legata alla distribuzione dei crediti all'economia — che si rivela per lo più la fonte principale della creazione di moneta — si è deciso di calcolare le riserve sui crediti e sui depositi ». Le riserve a fronte dei crediti sono state però abolite nel giugno del 1974.

(5) Il congegno delle « réserves supplémentaires » progressive non impone « credit ceilings » insuperabili, ma può ottenere risultati analoghi a quelli dei « credit ceilings » « par les charges très lourdes appliquées aux établissements dont les encours de crédit excéderaient les normes de progression indiquées » (BANQUE DE FRANCE, *Compte Rendu*, Exercice, 1973, p. 48).

(6) *Bank Charges*, National Board for Prices and Incomes, Report No. 34, London, HMSO, Cmns. 3292, maggio 1967. *Barclays Bank Ltd., Lloyds Bank Ltd. and Martin Bank Ltd. - A Report on the proposed merger*, The Monopolies Commission, London, HMSO, 1968. *Competition and Credit Control*, consultative document by the Bank of England, maggio 1971.

minavano a carico delle « clearing banks », si è sostituita una « reserve assets ratio » uniforme per tutte le banche (un po' inferiore per le Hire Purchase Finance Companies). E i « credit ceilings », di cui si era fatto uso frequente, sono stati riposti, come in Francia, almeno in linea di principio, tra gli strumenti di emergenza da usare in via eccezionale (7).

Ho accennato ripetutamente ai « lending ceilings », ai limiti massimi che le autorità monetarie possono imporre alle variazioni dei crediti delle singole banche per determinati periodi, variazioni che in casi estremi possono essere vicine a zero o addirittura (come è avvenuto nel Regno Unito) leggermente negative. I « credit ceilings » hanno avuto applicazione non soltanto in Francia e in Inghilterra; vi hanno ricorso altri paesi europei: ad esempio, il Belgio, l'Olanda, la Svizzera, e, da ultimo, l'Italia. I « credit ceilings » sono tra gli strumenti di controllo che più interferiscono con i cosiddetti meccanismi di mercato; impongono complicazioni amministrative; e, come dirò più avanti, hanno effetti negativi sull'efficienza del sistema bancario. L'impiego che se ne fa, in particolari circostanze, per integrare gli strumenti « ortodossi », sono giustificati con due motivi principali: la tempestività e la certezza con cui operano. Quando si reputi necessario un blocco o un forte rallentamento della spesa, la fissazione diretta di precisi limiti ai finanziamenti delle banche è il mezzo di intervento più rapido e sicuro. Con gli strumenti indiretti tradizionali (risconto, riserve obbligatorie, operazioni di mercato aperto) i tempi di attuazione potrebbero essere più lunghi e i risultati più incerti. La lunghezza e l'incertezza possono dipendere soprattutto dalla particolare importanza che il Tesoro o i rapporti con l'estero hanno per la liquidità del sistema. A questo proposito due casi, che chiamerei casi « limite », si possono ricordare: il caso dell'Italia e quello della Svizzera.

In Italia, dove il deficit del Tesoro ha raggiunto dimensioni molto alte, e, per i modi del suo finanziamento, può provocare ampie variazioni nella base monetaria, un controllo programmato della base monetaria risulta molto difficile. Può essere quindi opportuno, in

(7) Alla fine del 1973 fu deciso l'obbligo di un deposito supplementare presso la Banca centrale a fronte degli aumenti, oltre un determinato livello, delle passività fruttifere delle banche. Questa disposizione, intesa a migliorare il controllo dell'attività creditizia, è stata revocata nel marzo del 1975. (È stato anche soppresso il limite imposto ai tassi di interesse sui depositi inferiori a 10.000 sterline, che discriminava a carico dei piccoli risparmiatori per sostenere le « building societies », e cioè il credito edilizio.)

momenti di emergenza, come è avvenuto nel 1973, ricorrere a limiti all'espansione del credito per raggiungere la dose desiderata di restrizione del credito.

La Svizzera ha impiegato « credit ceilings » soprattutto per impedire che le banche utilizzassero la posizione netta creditoria nei confronti dell'estero, il cosiddetto « repatriation potential »; le banche sono così dissuase dal rimpatriare fondi, e il contenimento del credito può realizzarsi con rialzi meno pronunciati dei tassi d'interesse.

L'influenza moderatrice che i « lending ceilings » possono avere sui rialzi dei tassi d'interesse è spesso posta in risalto. Ed è collegata con un altro obiettivo per il quale i « lending ceilings » si ritengono utili: frenare la liquidazione di titoli effettuata dalle banche per espandere liberamente il credito, e con ciò frenare la flessione dei corsi delle obbligazioni e insieme l'attivazione di fondi oziosi. (La mobilitazione di fondi può essere tanto più forte, e fastidiosa per una politica di restrizione, quanto più articolato è il mercato finanziario e quanto maggiore è l'accumulazione di liquidità conseguente a precedenti politiche di « impulsione » monetaria.)

Spesso, direi quasi sempre, sui « credit ceilings » sono innestate prescrizioni o direttive selettive, per favorire settori considerati prioritari (ad esempio, esportazioni, edilizia, certi investimenti), per comprimere certe spese (ad esempio, certe importazioni, consumi, attività finanziarie o commerciali, etc.), per proteggere le imprese minori. Qui la casistica è molto ricca. E, comunque, il problema dei controlli « selettivi » è troppo vasto per poter essere considerato nella mia esposizione.

* * *

Quando la politica restrittiva non fissa rigorosi « credit ceilings » ma agisce sulla disponibilità di fondi, le strade aperte alla reazione delle banche sono anzitutto un *rimaneggiamento dell'attivo* e il cosiddetto *liability management* (il quale può riguardare sia risorse interne sia passività verso l'estero).

Il rimaneggiamento dell'attivo significa particolarmente liquidazione di obbligazioni per sostituirle con crediti. La liquidazione di obbligazioni può essere più o meno conveniente. Talvolta accade che sia agevolata dalla politica di sostegno delle quotazioni attuata dalle stesse autorità. Casi di questo genere non sono stati rari nei nostri paesi occidentali. Il sostegno delle quotazioni e il controllo dei tassi a lungo termine sono stati per anni una costante della politica inglese,

e la libertà di manovra così lasciata alle banche è annoverata tra i motivi che hanno indotto ad introdurre « credit ceilings ». Qualcosa di analogo è avvenuto in Italia nella prima metà del 1973; mentre le pressioni inflazionistiche venivano accentuandosi, la domanda di credito si intensificava e si delineava il problema di misure di contenimento, il portafoglio di titoli obbligazionari liberi era dalle banche ridotto di circa 280 miliardi di lire, mentre era stato accresciuto di 880 nel primo semestre del 1972 (8); anche qui la liquidazione dei titoli si avvantaggiava degli sforzi di stabilizzazione dei tassi a lungo termine in atto sul mercato interno.

La liquidazione di titoli può avvenire anche quando manca un'azione di sostegno ufficiale delle quotazioni che la faciliti. E' vero che il ribasso delle quotazioni e le conseguenti perdite in conto capitale dovrebbero avere un effetto di dissuasione e tendere a congelare i portafogli bancari. Ma l'efficacia del « lock-in effect » (o « Roosa effect ») ha i suoi limiti; come dimostra l'esperienza americana, lo spostamento da titoli a crediti può raggiungere dimensioni notevoli anche in periodi di graduali flessioni dei prezzi delle obbligazioni. In tal modo, mentre all'attivo dei bilanci bancari nuovi crediti prendono il posto di titoli obbligazionari (per esempio, nel caso americano del 1969, soprattutto di cosiddetti « municipals ») (9), al passivo i depositi piuttosto « inerti » degli acquirenti delle obbligazioni si trasformano in depositi in genere « attivi » dei nuovi prestatari; si ha così una mobilitazione di fondi monetari.

Il rimaneggiamento dell'attivo può compiersi, in date condizioni, anche per altre voci attive: così, quando vigono « coefficienti di liquidità » (ricordo il 28 per cento dei depositi per le « clearing banks » londinesi negli anni « sessanta ») e il coefficiente comprende cambiali commerciali, queste possono offrire la possibilità di un certo ampliamento dell'offerta di credito (10).

La pressione della domanda di credito opera fortemente anche sul « liability management » delle banche. Se la restrizione è applicata vigorosamente sulla base monetaria e i tassi d'interesse bancari sono liberi o amministrati in modo blando, la concorrenza si acuisce nel campo dei depositi, i tassi di interesse salgono rapidamente e può essere favorita o accentuata la propensione alla liquidità. L'espe-

(8) BANCA D'ITALIA, *Relazione per il 1973*, p. 405.

(9) BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *56th Annual Report*, p. 7.

(10) Finché il « ceiling » non venga allargato fino ad applicarsi a tutte le forme di prestito (comprese le cambiali) come avvenne nel 1965 nel Regno Unito.

rienza italiana dei due anni passati è significativa a questo proposito. Ma l'esperienza italiana mostra anche che non sempre l'applicazione di « credit ceilings » modera — insieme con lo sviluppo dei prestiti — i rialzi dei tassi d'interesse e la concorrenza per i depositi. Nella fase di emergenza che attraversa l'Italia, il controllo del credito mediante regolazione della base monetaria era stato integrato (luglio 1973) con un sistema di « credit ceilings », il quale per il semestre da marzo a settembre 1974 consentiva un'espansione del credito bancario dell'8 per cento (come dirò, era imposto anche l'obbligo di acquistare obbligazioni addizionali di tipi e per quantità determinate). Senonché la creazione di nuova base monetaria — per deliberato proposito e/o per la difficoltà di controllarne i movimenti in un paese in cui le operazioni del Tesoro hanno fluttuazioni molto ampie e finora non regolabili — non è stata sufficiente a permettere l'autorizzata espansione semestrale. La restrizione, più forte di quella postulata dai « credit ceilings », ha esaltato la concorrenza per i depositi e contribuito a spingere i tassi di interesse passivi a livelli eccezionali, che da un lato hanno « interagito » con rialzi eccezionali dei tassi di interesse attivi e dall'altro hanno sconvolto e paralizzato il mercato finanziario.

Il « liability management », inteso nel senso più ampio cioè tenendo conto anche del ricorso alla Banca centrale, può essere, di nuovo, agevolato da « ambivalenze » della politica monetaria. Questa, allorché decide un'azione restrittiva generale, può trovarsi impegnata in sovvenzioni privilegiate a settori economici considerati prioritari. E' un po' il caso dei risconti « hors plafond » della passata prassi francese, i quali, secondo un'opinione corrente, contribuivano a conferire un certo carattere di automaticità alle relazioni della *Banque de France* con le banche ordinarie, « aprendo nel sistema di regolazione della liquidità bancaria una breccia » (11), che l'obbligo imposto alle banche di conservare determinati importi di effetti ammissibili al risconto (« coefficients de retenue ») non riusciva a chiudere.

Se nel caso dei risconti « hors plafond » le banche agiscono nel-

(11) Così ANDRÉ DE LATTRE, in « Problèmes de Politique Monétaire », *Banque*, ottobre 1974, p. 894. A sua volta, il *Compte Rendu* della BANQUE DE FRANCE per il 1973 osservava che « pour les raisons qui tiennent notamment à une longue tradition dans leurs relations avec la Banque centrale, les banques françaises ne se sont pas montrées très sensibles aux contraintes qui affectaient leurs trésoreries. Portées à penser qu'elles pourraient trouver, à tout moment, les concours indispensables, les banques ne freinaient pas suffisamment leur offre de crédit, en dépit du resserrement de leur liquidité ».

l'ambito e nel rispetto di prescrizioni restrittive che vengono in parte neutralizzate per scopi selettivi, altre forme di « liability management » possono essere attuate in situazioni di attrito con le autorità monetarie. Un'esperienza interessante in materia è quella americana della seconda metà degli anni « sessanta ».

Gli anni « sessanta » sono anni di dinamismo, di innovazione per le banche americane. Nel « liability management » l'inventiva delle banche — penso a quelle dei principali centri finanziari — si muove in due direzioni: creare strumenti adatti ad assorbire i fondi liquidi di operatori informati e contesi da circuiti concorrenti (ad esempio, dal mercato delle « commercial bills »), sfuggire il più possibile alle limitazioni del controllo monetario.

I CD, introdotti nel 1961, oltre ad essere facilmente commerciabili in un mercato secondario, avevano il pregio di appartenere alla categoria di depositi a tempo, potevano quindi servire a trasferire fondi da depositi a vista a depositi soggetti a obblighi di riserva più bassi, così aumentando, sia pure con un maggior costo, la capacità di credito delle banche. Ma, sottoposti alla « Regulation Q », erano vulnerabili quando il tasso d'interesse di mercato superava il massimo consentito. Di fatto, nel 1969, su di essi si concentrò la cosiddetta « disintermediazione » (compensata dal ricorso al mercato dell'euro-dollaro). Sfuggivano invece ai vincoli monetari una serie di strumenti di raccolta, formalmente diversi dai depositi, via via sviluppati dalle banche; sfuggivano almeno inizialmente, poiché l'ingegnosità delle banche urtò ogni volta contro la determinazione delle autorità monetarie, le quali, con un ritardo più o meno ampio, ricondussero regolarmente lo strumento innovatore sotto la disciplina prevista per i depositi, lo assoggettarono cioè a riserve obbligatorie o a massimali per i tassi di interesse o ad ambedue i vincoli. La vivacità e l'insistenza di questa contrapposizione sono poste in risalto dall'allora Presidente del Consiglio dei Governatori della Riserva Federale McChesney Martin: « ... Il punto più difficile da chiarire — così Martin nel settembre del 1969 — è la misura in cui fondi non provenienti da depositi sono stati un espediente che ha permesso alle banche di vanificare gli obiettivi della politica monetaria piuttosto che una valvola di sicurezza per facilitare gli aggiustamenti nei mercati finanziari via via che politiche monetarie restrittive prendevano corpo. Su questo aspetto generale vi sono divergenze di opinione tra i membri del Consiglio... Tutti sono però d'accordo nel ritenere

che gli espedienti cui sono ricorse le banche per procurarsi fondi non provenienti da depositi, se non hanno reso impossibile il conseguimento dell'obiettivo globale della politica monetaria, possono aver ritardato l'impatto delle restrizioni sulla spesa. Tali espedienti hanno inoltre avuto ripercussioni indesiderabili sulla distribuzione delle restrizioni monetarie fra i vari settori dell'economia».

I fondi non provenienti da depositi di cui le banche americane riuscirono a rifornirsi sul mercato interno durante recenti fasi di restrizione monetaria, senza subire vincoli per un certo periodo, sono di varia natura. Ricordo le vie più importanti: vendite a investitori non bancari di certificati di partecipazione a prestiti, definitive o con patto di riacquisto (in base al quale la banca venditrice deve riacquistare il prestito ad una data determinata); carta commerciale (« promissory notes ») emessa da un'affiliata o dalla holding madre e utilizzo del ricavo per l'acquisto di cespiti attivi dalla banca; vendite di « capital notes » di modesto ammontare; accettazioni di cambiali finanziarie (che sono per lo più emesse per finanziare le esigenze del capitale di esercizio e non sono ammissibili al risconto) da offrire a investitori sul mercato monetario.

Rendendo più costosi i fondi non provenienti da depositi, le autorità monetarie frenano l'espansione del credito bancario; ma questo effetto a carico delle banche può essere in varia misura bilanciato da sviluppi di altri circuiti di finanziamento diretto delle imprese (ad esempio, del mercato del « commercial paper »).

La possibilità di mobilitare fondi non provenienti da depositi nel mercato interno, ampia negli Stati Uniti, è molto limitata in altri paesi. Meno diseguali sembrerebbero — se non esistessero vincoli speciali e salvo periodi d'emergenza — le possibilità delle banche di attutire l'impatto di restrizioni monetarie attingendo a flussi internazionali di fondi, soprattutto al mercato delle eurovalute.

L'attività delle banche sul mercato internazionale per allargare il credito interno o reagire a restrizioni monetarie è compito delle grandi banche. Furono queste banche che negli Stati Uniti compensarono nel 1969 la « disintermediazione » nel campo dei CD con fondi forniti al mercato dell'eurodollaro per il tramite di filiazioni europee. Forse questa « concentrazione » aggiunse un altro motivo (discriminazione contro le banche minori) a giustificare l'imposizione negli Stati Uniti di obblighi di riserva marginali anche su indiretti ricorsi al mercato dell'eurodollaro.

Lo strumento degli obblighi di riserva per i depositi di non residenti (variabili entro un ambito molto ampio) è ormai diffuso per fronteggiare il pericolo che i rapporti bancari con l'estero compromettano politiche restrittive. Agli obblighi di riserva si affiancano altri strumenti. In Italia sono anzi sostituiti da un controllo integrale della posizione delle banche verso l'estero; l'inflazione del 1963 fu dominata per questa via, imponendo alle banche di estinguere gradualmente il debito netto contratto per importi crescenti verso l'estero. In paesi a moneta forte si giunge, in periodi di tensione, a vietare la remunerazione dei depositi di non-residenti e perfino (Svizzera) a imporre interessi negativi. Si è anche cercato, in Germania, di rendere molto conveniente per le banche la riesportazione di fondi mediante l'uso di swaps con la Banca centrale. Questo esperimento degli swaps è un esempio dell'ingegnosità delle banche tedesche, che hanno approfittato dello strumento offerto dalla Bundesbank senza però realizzarne gli scopi (12).

L'esperienza tedesca è particolarmente interessante per l'esame delle connessioni tra attività bancarie e movimenti di capitali. In un'economia ampia e solida com'è quella tedesca la liquidità delle banche può essere alimentata non solo da operazioni sull'euromercato e da depositi di non-residenti. Può trarre beneficio anche dall'attivazione — cui le stesse banche possono collaborare — di altri canali: vi sono i crediti di fornitori stranieri, i prestiti finanziari a imprese nazionali, i mutui diretti a lungo termine, gli acquisti di titoli nazionali da parte di non-residenti, e via dicendo. In sostanza, l'intensità e varietà dei movimenti di fondi con l'estero (molto influenzati dalle

(12) « The Bundesbank once more offered the credit institutions favourable facilities for forward exchange cover. Soon however it made the experience that this facility was abused for "roundabout transactions". In view of relatively wide differences between the swap rates charged by the Bundesbank and those of the free market it was profitable, for example, to borrow dollars abroad, to have the exchange rate of these dollar borrowings guaranteed by a forward cover transaction at market rates, to exchange the borrowed dollars for DM, against such DM to procure dollars from the Bundesbank and to re-invest these dollars abroad, the forward exchange cover being effected this time at the rates of the Bundesbank. By means of such transactions it was possible without using own liquid funds to achieve a profit approximately corresponding to the difference between the forward discount rates charged by the market and those charged by the Bundesbank. Although formally the criterion of money exports was fulfilled in these transactions, it was a matter not of actually exporting funds available within this country, but of investing funds which previously had been borrowed abroad ». *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, giugno 1969, p. 42.

ricorrenti aspettative di rivalutazione del marco) hanno creato le maggiori difficoltà al controllo monetario in Germania. Anche qui si è assistito, in certe fasi di surriscaldamento, a un fenomeno di « escalation » tra le spinte del mercato — e delle banche che lo servono — a forzare le restrizioni e i vincoli imposti dalle autorità monetarie. Così, *inter alia*, pesanti obblighi marginali di riserva sono stati imposti sull'indebitamento delle banche verso l'estero. La vendita di titoli a non-residenti è stata sottoposta a preventiva autorizzazione. E nel febbraio del 1972 è stato introdotto il « bardepot » (deposito in contanti non fruttifero che può giungere ad un massimo del 100 per cento) per i prestiti non bancari assunti all'estero. (E ciò in parallelo con riduzioni delle quote di sconto e con largo ricorso a operazioni di mercato aperto.)

I risultati ottenuti nel campo del controllo dell'inflazione indicano che la panoplia degli strumenti d'intervento — accompagnandosi con una rigorosa gestione della finanza pubblica e con la fluttuazione del marco — è stata usata dalla Germania in modo efficace, pur senza ricorrere a strumenti diretti di controllo del credito come i « credit ceilings » e i massimali per i tassi di interesse.

* * *

Le restrizioni sia di tipo « monetario » sia di tipo « creditizio » obbligano le banche a rifiutare crediti che altrimenti avrebbero concesso. Nel compiere questa discriminazione che chiamerò imposta (per distinguerla da quella compiuta liberamente secondo i normali criteri di valutazione dei rischi) il sistema bancario è portato ad adottare, o accentuare, criteri di preferenza per i clienti tradizionali, per le imprese consolidate, per quelle che offrono maggiori garanzie, che assicurano un flusso di servizi e operazioni ampio e continuo. Questo comportamento ha una sua logica. Esso però, quando le restrizioni sono forti, tende a congelare le situazioni esistenti, a favorire le imprese già impiantate, a scoraggiare le nuove iniziative e i programmi più dinamici, a frenare l'evoluzione delle strutture produttive, e, in particolare, può colpire maggiormente le piccole imprese. La discriminazione a carico delle imprese minori è un aspetto sul quale le lagnanze sono diffuse, anche se la documentazione statistica non è abbondante né univoca. Fra le indagini che la pongono in evidenza ricordo la rilevazione della Banca d'Italia sulla

nostra esperienza del 1970 (13). Nella maggior parte del 1970 l'offerta di credito fu in Italia contenuta dalla politica monetaria adottata nella seconda metà del 1969. Poiché la domanda di credito premeva, si verificarono « fenomeni di razionamento »: i finanziamenti si diressero « prevalentemente verso le imprese con partecipazione statale e verso le grandi imprese private »; « le imprese piccole... », a differenza di quelle con partecipazione statale, non immuni del pericolo di insolvenza », poterono accrescere i loro prestiti a un tasso molto più basso.

L'esperienza del 1970 indusse le autorità monetarie italiane a congegnare le restrizioni rese necessarie nella grave crisi inflazionistica del 1973 in modo atto a tutelare le imprese minori, oltre che a favorire il finanziamento degli investimenti. Così, in giugno si impose a ciascuna banca di aumentare il portafoglio di obbligazioni di non meno del 6 per cento dell'ammontare totale dei depositi in essere a fine 1972; tra i titoli da utilizzare per adempiere questo obbligo un posto prioritario fu assegnato alle obbligazioni emesse dagli Istituti per il credito industriale a medio e lungo termine. In luglio una disposizione complementare impose per la prima volta limiti all'espansione dei crediti. Fu in particolare stabilito che per il periodo 31 marzo 1973-31 marzo 1974 ogni banca dovesse limitare al 12 per cento l'aumento dei prestiti alle imprese finanziarie e commerciali; lo stesso limite fu imposto per i prestiti ad altre imprese che raggiunsero 500 milioni di lire. Esenti da « ceilings » erano i prestiti fino a 500 milioni a categorie non finanziarie e non commerciali, ossia i prestiti alle imprese minori impegnate in attività produttive (e i prefinanziamenti di prestiti mobiliari). Livelli minimi per i portafogli titoli e « credit ceilings » furono mantenuti nel 1974, con modificazioni su cui non mi fermo. Ricorderò solo che per il semestre aprile-settembre 1974 si fissò un limite globale dell'8 per cento all'espansione dei prestiti di 30 e più milioni di lire; l'esenzione fu cioè circoscritta ai crediti di importo molto modesto (14).

Eviterò anche valutazioni particolareggiate di questa regolamentazione d'emergenza, che ha assoggettato il sistema bancario a vincoli

(13) Cfr. *Relazione* della Banca d'Italia relativa all'anno 1970, pp. 234-235, 284-285, 356-357. V. anche i risultati di un'inchiesta condotta in Francia, risultati commentati nell'articolo « Le comportement des entreprises en periode d'encadrement du crédit », in *Revue Economique*, 1973, p. 306 segg.

(14) Esenti da « ceilings » furono anche i crediti all'industria elettrica, ai servizi sanitari, alle ferrovie e all'agricoltura, mentre fu assoggettato a un « ceiling » specifico lo sviluppo dei prestiti a enti locali.

senza precedenti e che ha posto delicati problemi per i portafogli titoli e la redditività delle singole banche (15). Mi siano però consentite alcune osservazioni che, fra l'altro, pongono in risalto le difficoltà che può incontrare una disciplina monetaria complessa e articolata quando la sua applicazione avviene senza l'appoggio di un'appropriata politica fiscale (intesa in senso largo).

Nei primi dodici mesi, dall'aprile 1973 al 31 marzo 1974 l'esclusione dai « ceilings » dei crediti fino a 500 milioni di lire alla clientela non commerciale e non finanziaria (e dei prefinanziamenti dei prestiti mobiliari) apriva una larga breccia nella politica di restrizione qualora la creazione di base monetaria fosse gonfiata dalle esigenze del Tesoro. Di fatto, in soli quattro mesi, tra dicembre 1973 e marzo 1974, i crediti esenti fino a 500 milioni poterono crescere di oltre il 17 per cento (16), contribuendo a spingere lo sviluppo dell'ammontare totale dei crediti bancari nei dodici mesi a più del 23 per cento, livello probabilmente eccessivo in relazione all'accentuarsi delle pressioni inflazionistiche e speculative.

Al contrario, nei sei mesi successivi, da aprile a settembre 1974, la forte caduta della creazione di base monetaria impedì alle banche italiane, come ho già detto, di raggiungere il tasso di sviluppo autorizzato (8 per cento) dalle autorità.

In sostanza, da un punto di vista *generale*, i « credit ceilings » nel primo periodo non mordettero per eccesso di base monetaria che attivò e sovraccaricò i canali creditizi esenti; nel secondo periodo furono inutili perché la scarsità di base monetaria bloccò l'attività creditizia delle banche.

Certo, l'applicazione selettiva dei « credit ceilings » assicurò « la protezione dei piccoli prestiti » e « un'ampia disponibilità di credito alle piccole imprese in una fase di tendenziale restrizione » (17). Peraltro, le imprese soggette a « credit ceilings » trovarono almeno in parte finanziamenti compensativi *a)* presso gli istituti di credito speciale, le cui risorse a loro volta erano alimentate dai vincoli di portafoglio imposti alle banche; *b)* nello sviluppo di crediti interaziendali, in particolare in un allungarsi dei termini di pagamento

(15) Nella primavera del 1975 i « credit ceilings » sono stati aboliti. Poco prima era intervenuta una riforma delle riserve obbligatorie, abbinata con innovazioni per i vincoli di portafoglio.

(16) Cfr. TOMMASO PADOA-SCHIOPPA, « Il controllo qualitativo del credito: considerazioni sulla recente esperienza italiana », in questa Rivista, dicembre 1974, p. 370.

(17) *Relazione della Banca d'Italia relativa all'anno 1973*, pp. 408-409.

a imprese minori. Queste ultime in tali casi diventarono un canale di finanziamento per le maggiori imprese, e si addossarono i forti rincari del costo del danaro che erano nel frattempo intervenuti.

D'altra parte, i « credit ceilings » hanno colpito le grandi banche più severamente delle banche minori: la quota di impieghi sulla quale non erano imposti limiti di accrescimento era, infatti, per le banche minori due volte più grande che per le cinque banche maggiori (18). Ma qui entriamo nel campo delle discriminazioni che le restrizioni monetarie possono esercitare nell'ambito delle istituzioni finanziarie; ed è opportuno qualche cenno più generale.

* * *

Nell'ambito del mercato finanziario (inteso in senso largo) le restrizioni monetarie possono provocare « distorsioni » di tre tipi: *a)* discriminazioni fra banche di una data categoria e altre categorie di banche e di intermediari finanziari; *b)* sviluppi di altri meccanismi di finanziamento diretto che riducono l'intermediazione finanziaria delle banche; *c)* sperequazioni fra le banche della stessa categoria.

E' superfluo ripetere che il tipo e l'entità delle « distorsioni » dipendono dal vario intrecciarsi di numerosi elementi, fra i quali hanno molta importanza la struttura (complessità e elasticità) del mercato finanziario, la qualità e durata delle restrizioni monetarie, l'atteggiamento delle banche, l'efficienza dei controlli, e via dicendo.

In un mercato finanziario « maturo », restrizioni applicate alle banche di una data categoria e da queste osservate lasciano maggior spazio all'attività di altre categorie di banche e intermediari finanziari. Da questo punto di vista un esempio di cui si è molto scritto è l'esperienza delle « clearing banks » londinesi fino al 1971. Le restrizioni discriminanti a carico delle « clearing banks » non consistevano solo nei « depositi speciali » e nei « coefficienti di liquidità »; c'era anche quell'insieme di convenzioni, approvate o concordate con le autorità monetarie, che limitavano la concorrenza con i tassi d'interesse e la gamma delle operazioni. E' vero che anche le « clearing banks » avevano aperte breccie nella disciplina concordata ricorrendo a società affiliate o controllate nei cosiddetti mercati secondari paralleli (per raccogliere, ad esempio, depositi a più di 7 giorni a tassi di interesse competitivi, od operare liberamente nel campo del credito al consumo, etc.). Questi accorgimenti hanno certo contenuto,

(18) PADOA-SCHIOPPA, *loc. cit.*, p. 361.

ma non eliminato gli effetti negativi che il particolare complesso di restrizioni vigente fino al 1971 ha avuto sugli sviluppi dell'attività delle « clearing banks », sviluppi che, anche tenendo conto delle società collegate, sono stimati inferiori a quelli di altri gruppi concorrenti di banche e intermediari finanziari (19).

Quando le restrizioni monetarie sono di tipo creditizio — nella forma di massimali per i tassi di interesse, di « credit ceilings » o anche di « réserves supplémentaires » progressive alla francese per gli aumenti dei crediti che superano le percentuali indicate dalle autorità — le banche e le altre categorie di intermediari finanziari cui le restrizioni sono applicate possono essere colpite da « disintermediazione » a favore di circuiti finanziari che collegano direttamente prestatori e prestatari: si espande (dove esiste) il mercato della « carta commerciale » (in senso americano), crescono i crediti interaziendali (o credito « mercantile »), si diffondono le operazioni cosiddette « faccia a faccia », non solo nei mercati interni, ma anche tra mercati di paesi diversi; e si attivano canali peculiari a certe economie (si pensi ai « notaires » francesi). In genere, le stesse banche, per limitare i danni della « disintermediazione » e sostenere clienti meritevoli, intervengono o addirittura promuovono, e garantiscono, prestiti diretti tra detentori di fondi e prestatari; bloccati da « ceilings » i crediti per cassa, le banche cercano di espandere i crediti di firma.

Nel caso di « credit ceilings » (e di « réserves supplémentaires ») possono essere rilevanti anche le distorsioni tra banche della stessa categoria. Qui le distorsioni possono derivare dalla data di base per l'applicazione del « ceiling » (è penalizzata la banca che a quella data aveva costituito una più alta liquidità), dalla struttura dell'attivo (a seconda dell'importanza relativa di crediti e investimenti in titoli), dalla distribuzione dei « credits » (tra crediti sottoposti e crediti esenti da « ceilings »), dalla difficoltà e condiscendenza della sorve-

(19) Escludendo le società affiliate, l'arretramento delle « clearing banks » è, com'è noto, molto forte rispetto alle altre categorie di intermediari. Così, nel periodo 1950-70 i depositi delle « clearing banks » crollarono dell'80 per cento, quelli delle « trustee savings banks » del 179 per cento e quelli delle « building societies » di non meno del 770 per cento (W. B. DAVIDSON, « Competition and Credit control: 2. A Commercial Banker's View », *Journal of the Institute of Bankers*, dicembre 1971, p. 379). Tra il 1965 e il 1970 i depositi delle « clearing banks » cadevano dal 64 al 28,5 per cento dell'ammontare totale dei depositi bancari, mentre avevano forti aumenti le quote di altri gruppi bancari: dal 9 al 30,1 per cento le « American banks »; dal 10 al 18,7 per cento le altre banche estere; dal 10 al 14,6 per cento le « British Overseas Banks ». Analoghi gli spostamenti per i crediti.

glianza e delle sanzioni delle autorità monetarie. Quando la supervisione è blanda e le sanzioni facili da evitare o lievi, le banche più spregiudicate possono avvantaggiarsi rispetto alle banche concorrenti, eventualmente ricorrendo a manipolazioni o artifici contabili. Aggiustamenti contabili che hanno plausibili giustificazioni tendono, d'altra parte, ad essere usati da tutte le banche per restare entro i « ceilings »: le pratiche più comuni consistono nello spostare certe operazioni di credito sotto voci di altro tipo, o nel richiamare certi crediti prima della data di accertamento del « ceiling » per ripristinarli successivamente. Le autorità sono quindi costrette ad attente sorveglianze se vogliono che il sistema dei « ceilings » (o delle « réserves supplémentaires ») funzioni regolarmente e non venga scardinato dalla gara degli aggiramenti.

Anche la *Banque de France* ha incontrato difficoltà in questo campo e ne ha riferito nel *Compte Rendu* per l'anno 1973 nella sezione su « les réserves supplémentaires et la définition de normes de progression des concours bancaires » (p. 47 sgg.). Le difficoltà possono essere più serie per le autorità monetarie di altri sistemi in cui le banche siano più numerose, i rapporti tra Banca centrale e banche di deposito meno intensi e consolidati e la sorveglianza e le sanzioni meno efficaci (20).

Ma, al di là del problema delle discriminazioni tra intermediari finanziari, c'è un problema di costi, costi che forse sono maggiori quanto più l'applicazione dei « credit ceilings » è rigorosa. Non vi sono soltanto i costi amministrativi dell'organo incaricato di gestire le restrizioni monetarie e di vigilare sulla loro osservanza, e i costi sostenuti dalle banche per applicare i controlli o quelli necessari per trovare vie idonee ad aggirarli. Vi sono anche i costi derivanti dalle

(20) Le sanzioni possono essere di vario tipo. Ad esempio, in Belgio i superamenti eventuali dei « credit ceilings » nel 1974 erano « frappés d'une réserve... — 30 ou 60 p.c. pour les banques et 15 ou 30 p.c. pour les autres intermédiaires financières, selon la hauteur du dépassement »; le banche e gli altri intermediari avevano inoltre l'obbligo, tipico dei « credit ceilings » in senso stretto, di riassorbire i superamenti « dans les délais les plus brefs ». Alle banche inglesi, alla fine del 1968, era stato imposto di abbassare, entro marzo 1969, il totale dei prestiti al settore privato al 98 per cento del livello raggiunto prima della svalutazione del 1967; poiché le banche non osservarono la disposizione, il tasso di interesse pagato sui « depositi speciali » fu ridotto della metà. Nel dicembre 1973 alle banche inglesi furono invece imposti « depositi speciali » supplementari qualora il volume dei depositi superasse un prefissato tasso di aumento. Anche in Francia, come si è detto, vige dal dicembre 1972 una penalizzazione sotto forma di « réserves supplémentaires » progressive quando l'aumento dei crediti (calcolato con varie detrazioni « selective ») supera in dati periodi le percentuali massime fissate dalle autorità monetarie.

« inefficienze » imposte al funzionamento del sistema bancario: in questo gli stimoli concorrenziali vengono soffocati, le forme più attive di gestione sono ostacolate, le posizioni relative delle varie banche tendono all'immobilità. Si tende insomma verso qualcosa di analogo a un sistema di ripartizione di quote di mercato. Le « inefficienze » provocate nel sistema finanziario si cumulano con quelle (già accennate) provocate nel sistema economico. Per questo il sistema dei « credit ceilings » è uno strumento da riservare a situazioni di emergenza e da impiegare per brevi periodi di tempo.

ALBERTO FERRARI