

La politica del saggio d'interesse e le necessità della ricostruzione

I. - Ribasso dei saggi d'interesse e politica dell'interesse durante la guerra e nel dopo guerra. Problemi che si presentano; rapporti con la teoria generale del fenomeno. II. - Cause economiche fondamentali che determinano il differente valore nel tempo dei beni reali (ipotesi di economia statica). Effetti che in questa ipotesi la guerra avrebbe sui saggi di preferenza per i beni attuali e sul saggio d'interesse. III. - L'influenza dei fattori diventa preponderante nelle fasi intensamente dinamiche. Differenze rispetto all'ipotesi precedente. Processi attraverso i quali i saggi di preferenza per i beni reali attuali divergono dai saggi d'interesse sulla moneta attuale (redistribuzione dei redditi ed entrate monetarie; creazione di una nuova moneta statale e bancaria). Fenomeni caratteristici dell'ultima guerra. Cause che li spiegano: condizioni del mercato nel periodo che l'ha preceduta; nuove forme dell'azione dello Stato per crearsi condizioni quasi monopolistiche nella domanda di risparmi e disponibilità monetarie. La generalizzazione dei bassi saggi. IV. - Alcuni dati sul ribasso dell'interesse durante e dopo la guerra, in paesi nei quali si verificava parziale consumo e diminuzione del capitale nazionale ed in mercati in cui continuava ad accrescersi il patrimonio ed il reddito. Fallimento della politica di ribasso dei saggi in Italia nel 1942-43. Tendenze all'aumento nel 1946-48. V. - Vantaggi ed inconvenienti della politica di ribasso dell'interesse. Benefici per la finanza pubblica e per il mercato privato. Il basso interesse ha aggravato lo squilibrio fra il bisogno di beni reali attuali e la produzione e disponibilità di beni attuali; ha contribuito ad aumentare il consumo del capitale precedentemente accumulato. Nei mercati europei belligeranti si rende probabile, con la stabilizzazione monetaria, un aumento generale dei saggi. - VI. - La politica dell'interesse ha aggravato gli squilibri fra i tassi nominali ed i tassi reali e le conseguenti perdite dei risparmiatori nella fase dei prezzi ascendenti. Il ribasso dell'interesse ha aumentato e può aumentare la quota del reddito nazionale destinata a salari e stipendi? La concomitanza del ribasso dell'interesse e dell'aumento dei salari deriva da cause comuni; di per sé stessa la diminuzione dell'interesse non aumenta il salario; tende piuttosto a peggiorare le condizioni dell'occupazione dei salari. Spostamenti internazionali di capitali indipendenti dai saggi d'interesse: alterazione, indebolimento della funzione equilibratrice dei saggi nei vari mercati e della « più economica » ripartizione internazionale dei capitali. La politica dei bassi saggi d'interesse ha accentuato la tesaurizzazione della moneta legale ed influito sfavorevolmente sulle tesaurizzazioni di beni reali.

I

Impostazione dei problemi

I. - Esaminerò brevemente in questo articolo i fenomeni e la politica del saggio d'interesse seguita nei principali mercati belligeranti, compresa l'Italia, dal 1939-40 fino ai primi anni postbellici, in rapporto alle condizioni economiche fondamentali che determinano il *differente valore nel tempo* dei beni reali e del capitale monetario. Le esperienze di questo periodo appaiono anche al profano caratterizzate dal fatto che — contrariamente a quanto era avvenuto nelle guerre dell'ultimo secolo, compresa la prima guerra mondiale — assai rari sono stati i movimenti di aumento dei saggi nominali d'interesse. Nei paesi economicamente più importanti il periodo di guerra si presenta come un periodo di generale ribasso di saggi nominali già eccezionalmente

bassi, tanto per i prestiti a breve e brevissima durata come per i prestiti a più lungo termine, nonchè dei saggi di capitalizzazione; e fenomeni di ribasso sono tornati a verificarsi nel primo dopoguerra. E' questo in gran parte il risultato di una complessa politica attuata dal potere pubblico e dalle autorità monetarie dei vari paesi, utilizzando essenzialmente i fattori monetari dell'interesse.

Ora, da questa politica sorgono molti problemi di ordine generale. Si è tenuto conto delle sostanziali determinanti economiche? E con quali probabili effetti? Di fronte alle necessità ed ai fini della ricostruzione economica, che predomina, con le sue esigenze, in tanti paesi europei, Italia compresa, è conveniente mantenere la politica del basso saggio d'interesse?

Accanto a questi problemi generali, altri più particolari, ma connessi ai primi, si pon-

gono ed anche di essi sembra opportuno dare un breve cenno:

a) può la politica del basso saggio d'interesse considerarsi un aspetto del processo di *redistribuzione* del reddito nazionale che ha caratterizzato l'economia bellica e che si è intensificato nel dopoguerra?

b) dato che i movimenti internazionali dei capitali (durante la guerra e nei primi anni postbellici) si sono in massima parte svolti indipendentemente dai rapporti fra i tassi d'interesse e di rendimento netto dei mercati importatori ed esportatori, criterio determinante dei prestiti internazionali di carattere propriamente *economico*, quali sono state le probabili conseguenze di questi fenomeni? (1);

c) le condizioni monetarie « artificiali » che in questo periodo hanno determinato i saggi, hanno quasi del tutto avulso i tassi *normali* dai tassi *reali*, anche in paesi in cui il potere d'acquisto della moneta subiva profonde e rapide modificazioni. Anche da questi squilibri sono derivati importanti effetti;

d) la politica del saggio d'interesse ha influito sui fenomeni di tesaurizzazione dei biglietti e dell'oro?

II

Ipotesi statica. Determinanti fondamentali dell'interesse. Influenza degli eventi bellici.

2. - La risposta ai diversi quesiti posti in precedenza presuppone una teoria generale dei fenomeni considerati. La teoria dell'interesse e delle condizioni che ne determinano i saggi ha subito nell'ultimo ventennio una profonda rielaborazione, in seguito a due opere fondamentali in materia. Prima, *The Theory of Interest* di Irving Fisher (New York, 1930), che ha modificata e perfezionata la precedente analisi di *The Rate of Interest*; seconda, *The General Theory of Employment, Interest and*

(1) Cfr. per una prima impostazione di questi problemi: GINO BORGATTA, *La guerra e il sistema monetario*, in « Rassegna economica del Banco di Napoli », agosto 1940; *Note sul saggio d'interesse*, « Giornale degli Economisti », 1942, I-II; *La Finanza della guerra e del dopoguerra*, Alessandria, 1946 — specie cap. XX.

Money di J. M. Keynes, che ha dato nuovi potenti sviluppi all'interpretazione puramente monetaria delle determinanti dei saggi di interesse. La letteratura successiva è ricca di studi che rappresentano, a mio sommo parere, un processo al tempo stesso di perfezionamento e sviluppo delle teorie fondamentali e di riavvicinamento e reciproca integrazione delle teorie stesse, le cui divergenze derivano piuttosto dal concentrarsi dell'attenzione dello studioso su certi fattori, trascurando altri (2).

3. - Il presente scritto non vuole tuttavia includere un saggio teorico sull'interesse; intende soltanto desumere dalla teoria la spiegazione dei fenomeni ed il giudizio sulla politica economica attuata in questo campo nell'ultimo decennio.

Le esperienze della guerra sembrerebbero porre un impressionante contrasto fra le spiegazioni monetarie del fenomeno, e le determinanti dell'equilibrio e delle variazioni dei saggi che erano state poste dal Fisher.

Il primo problema teorico che ci interessa a questo proposito, riguarda particolarmente il posto, l'importanza che queste cause non monetarie possono avere nelle variazioni e nella politica del saggio nell'economia della ricostruzione postbellica. Un breve esame di tali cause ci faciliterà l'avvicinamento alle condizioni reali quali si presentano tenendo conto anche dei fattori monetari.

4. - Non è necessario, per riconoscere l'azione delle cause *sostanziali*, non monetarie dell'interesse, limitarci all'ipotesi irrealistica di una economia in cui non esiste moneta; basta assumere l'ipotesi di un'economia statica, in cui rimangano stabili il livello dei prezzi e le altre variabili dell'equazione fisheriana, soprattutto la massa dei mezzi di pagamento; stabile il rapporto fra i prezzi dei beni di consumo e

(2) Accenniamo al complesso degli studi dello HICKS, HABERLER, OHLIN, VINER, ROBERTSON, LERNER, SOMERS ed altri. Uno dei tentativi a mio parere più interessanti di collegamento fra teorie monetarie e non monetarie, subiettive e obiettive dell'interesse è ancora lo studio di H. M. SOMERS, *Monetary Policy and The Theory of Interest*, nel « Quarterly Journal of Economics » (maggio '41).

quelli dei beni strumentali, fra reddito consumato e reddito risparmiato dai singoli, e la distribuzione della ricchezza, lo stato della tecnica, ecc. In tale ipotesi i saggi per i capitali monetari tendono « alla lunga » a coincidere coi tassi di preferenza per i beni reali attuali in confronto dei futuri (3).

5. - Se l'elemento monetario non intervenisse nei fenomeni dell'interesse, le ripercussioni di una guerra totale sul saggio dovrebbero essere enormemente più gravi di quelle che si sono osservate, e con differenze assai maggiori da mercato a mercato. Infatti durante l'ultima guerra si sono rilevate divergenze minime (dell'1-2, al massimo 3 %) nelle variazioni dei tassi di mercati in cui il prodotto annuo superava la somma dei consumi attuali, pubblici

(3) Un'organica esposizione delle condizioni determinanti il saggio dell'interesse può trovarsi nelle opere del FISHER cui abbiamo accennato nel testo. La coincidenza « alla lunga » fra saggi dei capitali monetari e tassi di preferenza per i beni reali attuali, in confronto dei futuri, dipenderebbe da alcune fondamentali condizioni che possono così riassumersi:

a) il sistema dei bisogni soggettivi nel tempo, le preferenze di singoli, imprese ed enti, per i beni attuali in confronto degli stessi beni futuri (o viceversa); i bisogni di beni attuali (in confronto dei futuri) dell'organizzazione politica;

b) il corrispondente sistema dei redditi nel tempo (dei singoli, enti collettivi e politici): ammontare complessivo, composizione, distribuzione nel tempo, dei flussi dei redditi disponibili per il soddisfacimento dei bisogni attuali e previsti per le successive unità di tempo. Ogni individuo ed ente tende a coordinare e ad adattare la distribuzione del suo reddito nel tempo ai propri bisogni ed alle preferenze soggettive mediante « scambi di beni nel tempo », acquistando redditi futuri contro beni attuali, quando il flusso disponibile supera il complesso dei bisogni attuali e viceversa; trasformando gli impieghi capitalistici da un tipo all'altro (da lunga a breve durata, da redditi decrescenti a redditi crescenti nel tempo; da redditi fissi a redditi variabili o viceversa). L'ammontare del flusso disponibile dipende dalla capacità di produrre reddito degli individui e dalla distribuzione attuale delle fonti extrapersonali di reddito e dalla loro produttività. I saggi soggettivi d'interesse o di preferenza per beni attuali dipendono dal rapporto fra il primo gruppo di condizioni (bisogni nel tempo) ed il secondo (redditi nel tempo); tendono ad eguagliarsi fra di loro ed al tasso di mercato, attraverso gli « scambi dei

e privati (come gli Stati Uniti), ed in quelle di paesi in cui i bisogni ed avvenimenti bellici costringevano a consumare definitivamente, oltretutto l'intero reddito annuo, anche quote del capitale nazionale accumulato nel periodo precedente. Poiché durante la guerra totale:

a) il sistema dei bisogni nel tempo (se anche può beneficiare di qualche riduzione nei bisogni attuali dei privati) viene alterato da un improvviso enorme aumento dei bisogni attuali della organizzazione politica, corrispondentemente ai beni attuali che lo Stato deve consumare per condurre la guerra. D'altra parte il « reddito nel tempo » del mercato belligerante non si adegua che in minima parte al mutamento dei bisogni: generalmente diminuisce il reddito attuale, anche per effetto delle opera-

beni nel tempo » e le trasformazioni degli impieghi capitalistici;

c) i flussi dei redditi e l'azione dei singoli per il loro adeguamento ai bisogni soggettivi sono delimitati dalle condizioni della tecnica produttiva, dalla durata del periodo indispensabile fra l'investimento e la realizzazione dei redditi futuri che ne possono derivare, in quanto allargano o restringono la gamma delle scelte soggettive fra processi produttivi di durata diversa (a parità di beni attuali impiegati, ed in certi casi, di prodotto totale). Il saggio d'interesse dipende dalla ampiezza di queste scelte, nel senso che tende a ribassare coll'allargarsi del campo delle scelte, con la possibilità di ottenere i beni attuali desiderati mediante processi a più breve durata; nello stesso tempo influisce sulle scelte, ogni operatore economico cercando di scegliere il flusso tecnico di reddito che al tasso di mercato presenta il massimo valore attuale;

d) i rischi afferenti i singoli redditi e beni futuri, supposto eguale a zero il rischio dei beni attuali — nell'ipotesi che il rischio, esattamente valutato dagli scambisti nel mercato dei beni nel tempo, sia scontato in un'adeguata quota di assicurazione, compresa nel saggio nominale di interesse.

Queste condizioni spiegano anche, nelle sue linee fondamentali, la formazione del risparmio e la sua capitalizzazione in beni reali. « Propensione al consumo », « propensione al risparmio » trovano la loro rigorosa espressione nelle curve di « ofelimità dei beni nel tempo », in cui si traducono i gruppi di condizioni sovra esposti, e che costituiscono l'antecedente diretto delle azioni mediante le quali gli individui (e le loro organizzazioni) sottraggono parte del reddito attuale al consumo immediato e la destinano a determinate forme capitalistiche, fra le quali è compresa la tesaurizzazione.

zioni e distruzioni di beni di consumo e fattori produttivi, o aumenta in misura del tutto sproporzionata a quella dei bisogni; e diminuiscono i redditi futuri previsti anche per un certo periodo postbellico, poichè, oltre alle distruzioni puramente negative, si consuma anticipatamente una quota del patrimonio nazionale. Questo consumo anticipato dovrebbe essere sollecitato da un aumento del tasso d'interesse che diminuisca la convenienza a conservare certi redditi futuri, crescendo quella del loro uso consuntivo immediato; in realtà è stato prevalentemente determinato dalla diseguaglianza fra l'aumento attuale dei prezzi dei beni ricavabili dalla realizzazione del capitale e le variazioni previste per i prezzi degli stessi beni nel futuro, specie nell'equilibrio successivo alla fine della guerra;

b) la guerra restringe il campo delle scelte tra i flussi tecnici di redditi ottenibili dall'impiego della stessa somma di beni attuali, portando alla prevalenza di processi produttivi a più breve durata (senza che di ciò si avvantaggino i bisogni attuali dei privati): lo Stato ha bisogno inderogabile di beni attuali, e preme, con le sue domande economiche, con pressioni amministrative, controlli, o la partecipazione diretta alla gestione, per una trasformazione della struttura produttiva in questo senso, anche se con sacrificio della produttività;

c) aumentano i rischi dei redditi e beni futuri, anche se nuovi rischi sorgono per gli stessi beni attuali: rischi di perdite o distruzioni materiali, di riduzione di redditi e capitali per provvedimenti fiscali, o per torbidi politici e sommovimenti sociali nel dopoguerra; rischio di non godimento effettivo dei beni futuri per morte od altro accidente alle persone, rischi di diminuzione del potere d'acquisto dei beni reali, delle somme di moneta, dei capitali investiti a reddito fisso, ecc. Questo solo fattore dovrebbe determinare aumenti dei tassi non solo molto superiori a quelli verificatisi nell'ultimo decennio, ma anche a quelli osservati nelle maggiori guerre degli ultimi 150 anni. La valutazione dei rischi da parte dei risparmiatori è sempre inadeguata, sproporzionata alle probabilità oggettive; nè si rile-

vano quelle differenze fra i tassi dei vari impieghi in redditi futuri che una valutazione analitica e più approssimata dei rischi specifici e generali dovrebbe determinare;

d) infine, le prospettive riguardanti il flusso del reddito nazionale, ed i flussi individuali, per larga parte del mercato: mentre durante la guerra si determina un enorme squilibrio fra il reddito reale attuale ed i bisogni attuali, questa situazione è prevista solo fino all'immediato dopoguerra. Con il ritorno a condizioni « normali », la cessazione degli eccezionali consumi pubblici, la graduale ricostituzione dei beni strumentali, si prevede un riaumento del flusso del reddito, mentre i bisogni attuali tornano « normali » o crescenti gradualmente, come si verifica in una società progressiva. Reddito attuale scarso di fronte a bisogni attuali grandemente accresciuti; redditi futuri previsti crescenti di fronte a bisogni che tendono a tornare normali, egualmente dovrebbero rialzare i saggi d'interesse del periodo in cui tali previsioni si fanno.

Se lo Stato potesse prelevare, anzichè imposte in moneta, i beni reali e servizi di cui ha bisogno direttamente dai privati componenti la collettività, le conseguenze del procedimento apparirebbero evidenti a tutti: mentre non si modificerebbero sostanzialmente i bisogni dei privati, si ridurrebbero i redditi reali attuali di cui ciascuno dispone, aumenterebbero i saggi soggettivi di preferenza per i beni attuali dei singoli, una parte dei loro bisogni attuali, prima della guerra soddisfatti, rimanendo ora scoperta ed insoddisfatta.

Le stesse condizioni spiegano le tendenze all'aumento nel dopoguerra. Dopo una prima fase d'incertezza (vengono rapidamente meno gli eccezionali bisogni dello Stato e le eccezionali quote rischio, ma sorgono nuovi rischi, si espande la « propensione al consumo » della maggioranza dei privati), il flusso attuale del reddito appare insufficiente di fronte ai bisogni: si risentono ora pienamente le conseguenze delle distruzioni e dei consumi eccezionali di fattori produttivi, dell'esaurimento di scorte, della sospensione e deviazione delle correnti commerciali. Il bisogno di ricostituire case ed opere pubbliche, macchinari e stabi-

limenti, capitale zootecnico e mezzi di trasporto, ecc., assieme alla cresciuta domanda di beni di consumo immediato, non solo tende ad aumentare i prezzi attuali dei beni, ma anche il saggio d'interesse, traducendosi in maggior domanda di beni attuali contro futuri. Anche a prescindere dalle cause monetarie, queste condizioni spiegano la ripresa dell'aumento dei tassi che spesso si osserva dopo le grandi guerre.

III

Ipotesi dinamico-monetaria. Determinanti dello interesse. Influenza degli eventi dell'ultima guerra. Nuove forme dell'azione statale sul mercato del risparmio.

6. - Approssimiamoci ora alle condizioni reali, tenendo conto dell'intervento della moneta, in un'economia dinamica, in cui variano, oltre le variabili dell'equazione monetaria, la distribuzione dei redditi, i rapporti fra reddito consumato e risparmio dei singoli, fra i prezzi dei beni di consumo e strumentali, ed altre condizioni (4).

In realtà, nel « mercato dei beni nel tempo » non si domandano ed offrono beni reali presenti e futuri, ma quasi esclusivamente somme di moneta: il « prezzo dei beni nel tempo » si riferisce a moneta disponibile in tempi diversi e quindi può divergere, anche profondamente, dal rapporto fra il sistema dei bisogni (di beni reali) nel tempo, ed il flusso

(4) Confrontando le due ipotesi, emergono alcuni rilievi più generali: 1) nell'ipotesi finora considerata le restrizioni legali (od economiche) ai consumi attuali dei privati, rialzerebbero i saggi soggettivi d'interesse, perchè mentre rimangono immutati i bisogni attuali dei privati, esse ridurrebbero il reddito reale che può usarsi per soddisfarli. Nella seconda ipotesi le stesse restrizioni aumentano la parte del reddito monetario che resta disponibile dopo le spese consuntive; ne accrescono l'offerta nel mercato, abbassano il saggio corrente. 2) Nella prima ipotesi assai più limitata e modesta efficacia avrebbero i procedimenti artificiali usati dallo Stato per ribassare il saggio d'interesse; non si potrebbe utilizzare l'inflazione come strumento per la compressione dei consumi privati e per la dilatazione del reddito disponibile e non consumato. 3) Nella stessa ipotesi si riducono grandemente od elimi-

del reddito reale nel tempo, e dalle altre condizioni indicate nella nota (3). Antecedenti immediati dei saggi diventano il rapporto fra le somme di moneta disponibili attualmente ed il bisogno di moneta necessaria a provvedere ai bisogni attuali, e quindi fra la moneta che eccede tale necessità ed è offerta in cambio di moneta futura; e le condizioni (anche divergenti o contrastanti con quelle relative ai bisogni ed ai beni reali) che influiscono su tale rapporto.

Nei periodi delle guerre totali e delle crisi economiche, che da queste sostanzialmente derivano, il fattore monetario assume importanza dominante. Ciò contribuisce a spiegare come le teorie puramente monetarie dell'interesse abbiano avuto decisivo sviluppo durante la congiuntura critica 1929-1936 e durante la recente guerra; mentre le teorie economiche hanno potuto elaborarsi, fino alla magistrale sintesi del Fisher, in un periodo di relativa stabilità monetaria ed economica.

Esclusivamente in cause monetarie dobbiamo cercare la spiegazione del fatto che il saggio d'interesse anzichè subire gli eccezionali aumenti indicati nella parte II, durante le guerre del passato ha subito modeste variazioni (e, se si considera il saggio reale, addirittura diminuzioni) e durante l'ultima guerra anche il saggio nominale, anzichè aumentare, è ribassato nei più importanti mercati, e tale ribasso segna riprese negli anni postbellici. Vediamo brevemente attraverso quali processi tali cause

nano le plusvalenze guadagnate nelle vendite o altre realizzazioni di capitali (redditi futuri): esse dovrebbero limitarsi alle diseguaglianze delle variazioni dei rapporti fra i singoli beni reali. Verrebbe perciò meno la superofferta di capitale monetario derivante da tali plusvalenze e le conseguenti offerte del capitale stesso allo Stato, tanto più rilevante quanto più efficace è la politica di limitazioni ed ostacoli all'impiego delle disponibilità stesse in beni reali privati. 4) Nella stessa ipotesi risulterebbe più limitata nei suoi effetti sul saggio d'interesse, la redistribuzione della ricchezza derivante dalla rapida dilatazione della spesa pubblica (specie se i beni e servizi passassero direttamente allo Stato in pagamento delle contribuzioni dovute) e così pure il conseguente concentrarsi di un flusso di reddito eccedente i bisogni attuali presso i gruppi avvantaggiati dalle spese statali, dalle forniture belliche e dalla connessa inflazione.

monetarie hanno alterato gli effetti delle condizioni economiche sostanziali sui saggi d'interesse, e portato a risultati addirittura opposti.

7. - In generale, la domanda di moneta attuale dipende da due gruppi di antecedenti più diretti: il bisogno, la domanda di beni reali attuali, di consumo o strumentali; ed il prezzo dei beni attuali desiderati. L'offerta di moneta attuale dipende: a) dalla moneta precedentemente risparmiata, tesaurizzata o in altra forma conservata disponibile, per la quale ad un certo punto vien deciso l'impiego in beni di consumo istantaneo o durevole o in beni produttivi di redditi futuri; b) dal reddito attuale che, anziché consumarsi, viene accantonato o destinato all'acquisto di redditi futuri; c) dalle disponibilità che si creano presso i privati con la realizzazione di capitali precedentemente posseduti e le plusvalenze in essa lucrate; d) dalla moneta statale e bancaria *ex novo* creata dall'autorità politica e dal sistema bancario ed immessa nel mercato attraverso acquisti di beni o servizi, crediti, ecc. L'offerta di moneta attuale dipende perciò dalle condizioni che influenzano queste varie fonti d'offerta (prezzi dei beni e servizi costituenti il prodotto annuo, prezzi dei beni-capitali venduti o realizzati, variazioni dei bisogni nel tempo dei privati, quota liquida in moneta che si ritiene conveniente tener disponibile o tesaurizzata, ecc.). Dal rapporto fra la moneta destinata rispettivamente a domanda di beni-consumo attuali e di beni-capitale, e la disponibilità, offerta e prezzo di queste due categorie di beni, possono derivare divergenze fra i saggi di preferenza per i beni reali ed il saggio d'interesse per la moneta attuale. Ad es., se costante il prodotto (reddito reale) annuo ed il livello dei prezzi, assumono maggior importanza i bisogni futuri dei privati in confronto di quelli attuali, si risparmia ed offre una quantità maggiore di moneta per l'acquisto di redditi futuri, diminuiscono i prezzi dei beni attuali ed aumentano quelli dei beni-capitali domandati in maggior misura; ribassano i saggi di interesse sulla moneta attuale, in un primo tempo in misura più accentuata dei saggi soggettivi di preferenza per i beni

reali attuali, accrescendo la convenienza a destinare moneta attuale alla domanda di capitali reali.

Tenendo conto anche di questi squilibri (che in pratica si verificano di continuo, se pure con assai diversa intensità), il diverso andamento dei saggi d'interesse sul capitale monetario e dei saggi di preferenza per i beni reali, può spiegarsi principalmente con le seguenti condizioni, per effetto delle quali il flusso di moneta disponibile ai singoli in eccedenza sulla spesa per soddisfare i bisogni attuali può anche grandemente aumentare, pur mentre si aggrava lo squilibrio fra i bisogni attuali ed i beni reali che li possono soddisfare:

1) la redistribuzione dei redditi monetari privati, derivante dal diseguale aumento dei prezzi nel periodo di guerra, dallo spostamento di potere d'acquisto dai privati allo Stato per effetto dei prestiti e delle cresciute imposte, e dal riversarsi di questo potere d'acquisto nelle maggiori domande dei beni e servizi di cui lo Stato ha particolarmente bisogno. Anche supponendo costante la massa dei mezzi di pagamento e la loro velocità di circolazione, aumentano i profitti, stipendi, salari dei gruppi avvantaggiati dalle domande statali o dalle diseguali variazioni dei prezzi: in essi il reddito supera, in misura crescente, la spesa che può farsi per i consumi attuali e cresce la moneta che può offrirsi contro redditi futuri o depositarsi o tesaurizzarsi. Analoghi aumenti di redditi monetari si verificano per altri gruppi (detentori di riserve, o produttori di beni di consumo o strumentali ora rarefatti di fronte ai bisogni della collettività, ecc.). Peggioramenti della disponibilità monetaria si verificano solo presso coloro il cui reddito monetario che si conserva costante, diminuisce od aumenta in misura insufficiente, è in maggior misura assorbito dalla spesa per consumi (ad es., dal pagamento di prezzi di « mercato nero ») o da maggiori imposte o da riparazioni necessarie per danni bellici. Per tutti gli altri gruppi non diminuiscono i bisogni di beni reali attuali, ma diminuiscono i saggi di preferenza per la moneta attuale: l'impossibilità di impiegare moneta nell'acquisto di

beni consumo per le limitazioni legali o le condizioni di fatto nel tempo stesso in cui i redditi monetari aumentano, si riflette in ribasso del saggio d'interesse richiesto per la cessione di moneta attuale. L'alterazione nella distribuzione della ricchezza accresce l'offerta di capitale monetario assai più della sua domanda da parte dei privati.

In queste condizioni hanno perciò assai maggiore efficacia sui saggi i provvedimenti dell'autorità statale che vietano o limitano i consumi dei privati e che artificialmente si propongono di mantenere immutati o di limitare gli aumenti dei prezzi dei beni consumo. Nei limiti in cui questi procedimenti riescono efficaci, per tutti coloro il cui reddito monetario si conserva uguale od aumenta, si riduce la quota di reddito spesa per i bisogni attuali, ed aumenta quella risparmiata, tesaurizzata od offerta nel mercato contro moneta e redditi futuri. La formazione di disponibilità monetarie presso i privati sarà tanto più accentuata quanto maggiore è l'aumento del loro reddito monetario e quanto più efficace risulta in concreto la politica di limitazione dei consumi attuali, e di stabilizzazione o vincolo dei loro prezzi. L'estendersi delle operazioni di mercato nero potrà ridurre gli effetti di questa politica sul saggio d'interesse per i capitali monetari; ma — salvochè in casi speciali — avrà sempre efficacia limitata;

2) questo processo può venir intensificato — in proporzioni più o meno gravi — dalla creazione *ex novo* di moneta statale o bancaria, dall'inflazione, che durante una guerra totale sempre si verifica nei paesi belligeranti ed in taluni neutrali. Sotto diversi aspetti essa opera, o può venir utilizzata, per il ribasso dei saggi d'interesse:

a) accresce i redditi monetari di categorie sempre più estese a mano a mano che si sviluppa, accentuando la formazione di disponibilità monetarie, semprechè la disciplina dei consumi privati e la limitazione dei prezzi conservino sufficiente efficacia. Fino a che non precipita in rapida ed incontrollata diminuzione del potere d'acquisto della moneta, avvicinandosi al limite del suo totale annullamento, l'inflazione contribuisce alla formazione ed offerta di di-

sponibilità monetarie, od alla diminuzione della loro domanda, sia per gli effetti che produce sulle categorie avvantaggiate, sia per quelli sulle categorie danneggiate (5). In una prima fase l'inflazione produce effetti prevalentemente favorevoli, se pure temporanei, al finanziamento dello Stato ed alla condotta della guerra, e che ribassano i saggi soggettivi anche nei privati, mentre limitate sono le domande di moneta attuale da parte delle cate-

(5) Per i gruppi le cui entrate monetarie aumentano in misura superiore ai prezzi ed alle quantità attualmente consumate, la disponibilità monetaria ovviamente aumenta:

Indice prezzi		Entrate monetarie	Quantità consumata	Spesa per consumi	Risparmio in moneta corr.	Risparmio diviso per l'indice gen. dei prezzi
generale	dei beni consumo					
100	100	100	90	90	10	10
150	135	160	90	121,5	38,5	25,66
300	250	320	85	212,5	107,5	35,83
500	400	550	80	320	230	46

Il risultato sarà naturalmente tanto più rilevante, quanto maggiori sono l'incremento dell'entrata monetaria, il ritardo dei prezzi dei beni consumo e la diminuzione delle quantità consumate.

Nei gruppi in cui l'entrata monetaria aumenta in proporzioni inferiori al livello dei prezzi, si riducono maggiormente le quantità dei beni consumati, rispetto ai quali la capacità d'acquisto dello Stato è accresciuta dall'inflazione, che perciò migliora la posizione *relativa* dello Stato concorrente coi privati. Le disponibilità monetarie formate presso queste categorie diminuiscono, ma al tempo stesso si libera per l'acquisto e consumo pubblico una quantità maggiore di beni consumo e loro fattori:

Indice Prezzi		Entrate monetarie	Quantità consumate	Spesa per consumi	Risparmio in moneta corr.	Risparmio diviso per l'indice gen. dei prezzi
generale	dei beni consumo					
100	150	100	90	90	10	10
150	135	120	85	114,75	5,25	3,5
300	250	190	75	187,5	2,5	0,8
500	400	280	70	280	0	0

La riduzione dei consumi privati è limitata dal minimo di sussistenza; ma nelle classi medie e « ricche » a redditi fissi o più lenti è largo il margine che l'inflazione può ridurre prima di giungere al minimo.

gorie danneggiate. I vantaggi indicati si convertono in danni per la finanza quando fornitori, dipendenti e creditori dello Stato riescono ad imporre aumenti dei prezzi e delle remunerazioni tali da scontare immediatamente gli effetti della nuova moneta a mano a mano emessa e le probabilità di ulteriore inflazione;

b) favorisce la realizzazione di plusvalenze negli scambi inter-privati di capitali e nel processo di consumo di parte del patrimonio nazionale. Nei casi di non ricostituzione del capitale consumato (fabbricati privati a fitti bloccati, che deperiscono e non si riparano e ricostituiscono), la realizzazione non dà luogo a plusvalenze; ma in molti altri, compreso l'esaurimento di scorte non ricostituite, l'incremento di valor monetario sulla quota di capitale realizzata o venduta, dà luogo al formarsi di larghe disponibilità che in parte si reimpiegano in beni capitali reali, facendone aumentare il prezzo in misura molto superiore ai loro redditi attuali e futuri (cioè, ribassandone il saggio di capitalizzazione); in parte si offrono nel mercato della « moneta nel tempo » facendo ribassare il saggio d'interesse. L'inflazione accresce le dimensioni e l'estensione del fenomeno perchè una parte della moneta creata *ex-novo* è impiegata nella domanda di capitali destinati al consumo od a realizzazione anticipata;

c) riduce la necessità per lo Stato di domandare moneta in prestito per le spese straordinarie eccedenti gli introiti tributari, evitando gli aumenti dei tassi che questa domanda supplementare determinerebbe, e ponendo a sua disposizione una fonte di entrata rapidamente utilizzabile senza costo immediato, di dimensioni elastiche, facilmente aumentabili in caso di insufficiente gettito dei prestiti;

d) è strumento di artificioso, non-economico regolamento, e di ribasso dei saggi, perchè la moneta attuale offerta in grazia dell'inflazione è indipendente dai saggi soggettivi dei singoli, non ha limiti economici di costo, o di quantità all'infuori di quelli che le autorità monetarie giudicano opportuno fissare; consente perciò di regolare il saggio ufficiale di sconto, i saggi del mercato a bre-

ve, ed anche quelli dei prestiti a più lunga durata, secondo la convenienza dello Stato, che trova un limite solo nella necessità di coprire coi saggi attivi delle banche il costo dell'attività bancaria e di non compromettere il funzionamento di industrie, come quella assicurativa, basate sulla determinazione economica dei tassi d'interesse e rendimento. Perciò anche la quota d'inflazione non direttamente usata dallo Stato per le sue spese, influisce potentemente nel senso di rendere i saggi d'interesse quantità economicamente arbitrarie e regolabili secondo i particolari fini dell'organizzazione politica;

e) aumentando i prezzi dei beni domandati dallo Stato ed i redditi dei gruppi che li producono e forniscono, e poi quelli delle altre categorie, riversandosi in parte nelle operazioni del « mercato nero », l'inflazione contribuisce ad un duplice processo, connesso al ribasso dei saggi: 1°) la trasformazione della struttura produttiva verso i beni richiesti dallo Stato, facilitata dall'avviamento di fattori e capitali monetari di nuova formazione, che è determinato non da aumento dei saggi d'interesse sui capitali così impiegati, ma dall'aumento dei prezzi dei prodotti attuali; 2°) la trasformazione di redditi reali da futuri in attuali per l'anticipato consumo di redditi e prodotti che senza la guerra si sarebbero goduti solo in un futuro più o meno lontano. Anche questa trasformazione non è determinata da un aumento dell'interesse ma dall'aumento dei prezzi dei prodotti attuali (che l'inflazione accentua), prezzi del periodo bellico che il mercato ritiene superiori a quelli dell'anteguerra e del dopoguerra. Le disponibilità monetarie che ne derivano si riversano in gran parte nel mercato dei beni-capitali, facendovi ribassare il saggio di capitalizzazione od affluiscono al sistema bancario, accrescendone i mezzi liquidi. La « mobilitazione » di capitali reali, l'anticipata realizzazione di redditi futuri, allargano la materia imponibile, aumentando il gettito delle imposte senza che si inasprisca il rapporto fra l'imposta e l'entrata privata.

3) Le condizioni generali ricordate in precedenza si sono verificate — in misura più o

meno estesa ed accentuata — anche nelle guerre del passato. Mentre non sono riuscite ad impedire fenomeni di aumento dei saggi nominali, spiegano tuttavia la relativa tenuità di tali aumenti e, soprattutto, i ribassi dei saggi reali. Il fatto nuovo che caratterizza l'economia della seconda guerra mondiale ed il suo dopoguerra, è la diminuzione dei saggi nominali anche in mercati in cui, per provvedere alla maggior somma di bisogni pubblici e privati attuali, si è dovuto consumare oltrechè tutto il prodotto annuo, anche una parte del capitale nazionale precedentemente accumulato. Questo fenomeno si è subito potuto rilevare nel mercato della moneta attuale a breve termine (saggi di sconto); ma si è manifestato, anche nella prima fase della guerra, nelle emissioni (e conversioni) di prestiti a media e più lunga durata. Nel primo però appare più rilevante e generale (6). Sta di fatto che durante l'ultima guerra, in vari importanti mercati, i saggi d'interesse a breve ed anche a lunga hanno toccato livelli fra i più bassi che la loro storia finanziaria ricordi, in netto contrasto con le esperienze della prima guerra mondiale e delle precedenti. Quali cause spiegano questo andamento caratteristico?

Possono riassumersi in due gruppi principali:

a) le condizioni del mercato dei capitali nel decennio che ha preceduto la guerra, e che in parte perduravano nel periodo in cui

(6)

SAGGI UFFICIALI DI SCONTO IN ALCUNI PAESI

	al 28 luglio 1914	al 23 agosto 1939	Massimi nel periodo agosto- dicembre 1914	Massimi nel periodo settem- bre-dicem. 1939	al 31 marzo 1915	al 30 aprile 1940
Gran Bretagna	3	2	8-10	4	5	2
Francia	3,50	2	6	2	5	2
Stati Uniti	5 (dic.)	1	6	1	4	1
Italia	5	4,50	6	4,50	5,50	4,5
Germania	4	4	6	4	5	3,50
Belgio	4	2,50	7	2,5	5	2
Olanda	3,50	2	6	3	5	3
Svizzera	3,50	1,50	6	3	4,50	3
Svezia	4,50	2,50	6,5	3	5,50	3

la guerra si è iniziata. Nel corso della grande depressione (1929-1935) il ribasso dei saggi d'interesse ha seguito il ribasso del livello dei prezzi, ed è stato utilizzato in molti paesi dalla politica finanziaria per attuare conversioni di vecchi prestiti anche in condizioni contrastanti con i canoni tradizionali in materia, a tassi d'interesse inferiori a quelli correnti per impieghi similari nel momento della conversione, in periodi di disavanzo del bilancio dello Stato debitore e di cambi esteri sfavorevoli. Le oscillazioni e perdite sui valori dei capitali reali, a reddito variabile, il ribasso dei profitti, le perdite nette, i fallimenti e liquidazioni di imprese, le crisi di monete estere, riducevano la convenienza e gli stimoli all'impiego dei risparmi in beni reali a reddito variabile nelle aziende industriali e commerciali, in investimenti all'estero; accrescevano la tendenza all'impiego in redditi futuri fissi, ai disinvestimenti dei capitali già investiti, trattando da nuovi investimenti, e spingevano ad accrescere la quota mantenuta liquida (sotto forma di depositi a vista e di denaro in cassa o altre tesaurizzazioni) da individui, imprese e Banche. Si accresceva così la disponibilità di capitale monetario e ne diminuiva la domanda. Anche per gli impieghi a reddito fisso si verificavano aumenti di rischi e perdite; numerosi sono stati in quel periodo i fallimenti formali o larvati di aziende bancarie e di deposito, di debitori nazionali e stranieri, le riduzioni coattive degli interessi originariamente pattuiti fra debitori e creditori; essi però non hanno impedito che sulla tendenza all'impiego del risparmio in capitali reali ed in imprese a reddito variabile prevalessero le tendenze al deposito a breve, l'impiego in redditi fissi con prevalenza delle brevi durate. La ripresa dei prezzi e dell'attività produttiva, delineatasi negli anni 1935-1939, ha solo in parte modificato questo movimento di ribasso dei saggi, poichè in molti paesi si manteneva uno stato di eccezionale liquidità di Banche ed imprese, anche per l'aggravarsi del pericolo di un conflitto mondiale, reso più evidente dalle ripetute crisi politiche di tale periodo (guerra di Spagna, occupazioni dell'Austria, Cecoslovacchia, Albania, ecc.), e per gli

effetti delle creazioni di nuova moneta statale e bancaria. Appunto queste condizioni spiegano sia il più basso livello generale che i saggi di sconto presentano nel momento in cui il conflitto si è iniziato, in confronto di quello del luglio 1914; sia le assai più limitate variazioni che tale saggio presenta nel semestre successivo all'inizio del conflitto. L'avvenimento era stato preveduto, dai privati si erano preordinati mezzi monetari per fronteggiarlo e dall'organizzazione politica riserve e provvedimenti atti ad evitare i turbamenti verificatisi nel 1914 (7). Queste condizioni sono state d'altra parte non solo utilizzate, ma mantenute ed accentuate durante la guerra dagli incrementi nella creazione di nuova moneta e da altri procedimenti;

b) L'organizzazione politica ha con maggior estensione ed efficacia, che non nelle guerre precedenti, applicato i metodi che possono ridurre la spesa di reddito attuale: le limitazioni dei consumi privati; il blocco ed il controllo dei prezzi, specie dei consumi più generali. Ha mantenuto la pressione fiscale ad un livello più alto di quello della prima guerra mondiale, sottraendo alla spesa privata più alte quote della disponibilità monetaria, che potevano così impiegarsi nella spesa pubblica. Ha cercato di costituirsi una condizione di monopolio o quasi-monopolio nel mercato dei capitali monetari, o comunque come richiedente moneta attuale contro futura, sia rafforzando limitazioni e divieti di

(7) Le cause che hanno agito sul ribasso dei saggi nel decennio precedente sono in parte profondamente diverse da quelle che hanno agito nello stesso senso durante la guerra. Nel 1929-1938 la prima spinta al ribasso dell'interesse è derivata dal ribasso dei prezzi e da una diminuzione relativa del sistema dei bisogni attuali in confronto dei futuri; il reddito, reale e monetario, è diminuito, ma è diminuito in maggior misura il bisogno di reddito attuale. Il saggio *reale* di interesse, finché i prezzi sono discesi, è aumentato. Durante la guerra è aumentato il bisogno di reddito attuale in moneta; ma sono aumentate in proporzione superiore l'entrata e la disponibilità di moneta ed i bisogni attuali di beni reali. Le cause del ribasso dei saggi diventano puramente monetarie ed artificiosamente create dall'organizzazione politica. I prezzi aumentano; il saggio reale ribassa in misura enormemente superiore ai saggi nominali.

altri investimenti già applicati nel passato, sia creando nuove norme ed istituti diretti ad ostacolare l'impiego di risparmi privati in forme diverse dal finanziamento pubblico ed a favorire il passaggio e l'impiego delle disponibilità monetarie dei privati nel finanziamento stesso. Una delle prime preoccupazioni dello Stato in guerra è quella di limitare od escludere la concorrenza che all'offerta di moneta al Tesoro possono muovere l'impiego consuntivo dei redditi privati e quello in investimenti diversi dal prestito allo Stato. Il divieto di esportazione di capitali, divise, oro e monete nazionali, di deposito presso Banche estere, di acquisto di titoli o di proprietà all'estero, ne è una delle manifestazioni più generali, particolarmente importante per impedire la « fuga di capitali » che, specie ai primi tempi della guerra ed in seguito a vicende belliche sfavorevoli, cercano di sottrarsi ai pericoli ed ai maggiori oneri fiscali, rifugiandosi in mercati neutrali od a moneta più stabile; nonchè per i paesi in cui nei tempi normali si verifica una notevole esportazione di risparmi e capitali all'estero (Gran Bretagna, Francia, Olanda, ecc.);

c) In parte nuove sono state invece le norme dirette a limitare ed ostacolare l'impiego di moneta attuale in investimenti diversi dal titolo pubblico o dal deposito acquisibile dal Tesoro, sotto forma di:

— limitazione dei dividendi distribuibili, talora con obbligo di investire quote dell'utile eccedente certe percentuali nell'autofinanziamento delle imprese o in titoli pubblici;

— controllo e disciplina del mercato borsistico, per fissare minimi alle quotazioni dei titoli pubblici, o massimi per quelle delle azioni e altri titoli privati, per sopprimere o limitare le operazioni a termine, per concentrare acquisti e vendite nel mercato ufficiale controllato, per razionare i nuovi acquisti od imporne la denuncia;

— nominatività obbligatoria delle sole azioni, non dei titoli a reddito fisso; autorizzazione obbligatoria degli aumenti di capitale delle società;

— istituzione di nuovi oneri fiscali per rendere più costosi e meno redditizi gli acqui-

sti e vendite di titoli azionari e privati, di terreni, fabbricati ed altri immobili: imposte sulle plusvalenze accertate negli scambi, sovrainposte sul valor globale dello scambio, controllo sui passaggi di proprietà nel periodo bellico, ecc.;

— divieti o restrizioni fiscali imposte all'acquisto di beni di tesaurizzazione-consumo: metalli preziosi, gioielli, oggetti d'arte ed antichità, raccolte di libri e francobolli;

— limitazioni e divieti alle nuove costruzioni edilizie o ai rifacimenti non indispensabili, per ridurre il consumo privato di materiali metallici, legname, ecc. e per limitare investimenti in capitali privati, particolarmente importanti in certi Paesi (Svezia, Svizzera, ecc.).

Questi procedimenti limitano il campo di impiego delle disponibilità monetarie dei privati e *mediatamente* le convogliano al finanziamento statale, ribassando i saggi soggettivi e di mercato sulla moneta che in maggior copia deve offrirsi a quest'ultimo. Ma lo Stato ha svolto anche un'azione specifica per favorire od imporre l'assorbimento diretto delle disponibilità private, a prescindere dall'aumento della pressione fiscale, in diverse forme. La più importante è il diretto passaggio a disposizione del Tesoro dei nuovi risparmi depositati presso istituti ed aziende ed il loro impiego in titoli di Stato, a breve o lunga durata, negoziabili o non negoziabili, appositamente creati per tale impiego; le analoghe forme applicate ad organi pubblici raccoglitori di risparmio (come le Casse Postali o di Risparmio), e ad istituti di assicurazione e previdenza per i premi e quote introitate (8).

(8) Lunga riuscirebbe una descrizione analitica di queste speciali forme di titoli non commerciabili usate per la prima volta su larga scala durante l'ultima guerra. In genere il loro vantaggio per i risparmiatori consiste nella stabilità del valore nominale fino al rimborso, talora in un saggio lievemente superiore a quello sui titoli di pari durata, commerciabili od in un modesto premio pagato all'atto del rimborso ai possessori che hanno conservato il titolo fino alla scadenza pattuita. Per il Tesoro il vantaggio consiste nel poter attendere anche per parecchi anni dopo la fine della guerra la scadenza per sostituirli nei modi a tale epoca più convenienti. Non mancano anche forme di titoli non negozia-

L'elemento coattivo interviene sia con la imposizione formale di quote dei depositi che debbono passare all'Istituto di emissione od al Tesoro, sia con l'imposizione formale o larvata ad Istituti pubblici di fornire accreditamenti allo Stato od acquistare titoli pubblici, sia con gli elementi politici mediante i quali si rafforzano le spinte alla sottoscrizione di titoli pubblici da parte di individui ed enti privati, sia in altra forma;

d) Un altro metodo con cui lo Stato ha esteso l'assorbimento delle disponibilità monetarie, è la massima differenziazione data alla durata del prestito, rendendolo accessibile a risparmiatori che si trovano nelle più diverse condizioni e disposizioni per quanto riguarda il recupero delle loro disponibilità; ed in particolar modo lo sviluppo delle forme dei debiti a più breve durata, per i quali nei mercati capitalisticamente più sviluppati si pagano saggi più bassi o addirittura non si paga interesse. Fra gli esempi delle innovazioni in questo campo sono i Buoni di imposta, con cui in Gran Bretagna, Stati Uniti ed altrove si è cercato di utilizzare gli accantonamenti momentanei fatti da privati ed imprese in previsione delle scadenze future delle imposte; gli impieghi obbligatori o « favoriti » delle disponibilità create dal consumo di scorte ed impianti che non si potevano ricostituire durante la guerra, per preordinarne così la ricostruzione nel dopoguerra, e permettere allo Stato nel frattempo di utilizzarle;

f) Altri assorbimenti coattivi di risparmio si sono attuati, oltrechè con i prestiti forzosi veri e propri (di cui si sono avuti vari esempi durante la passata guerra), con il c.d. « ri-

bili vendite direttamente ai privati risparmiatori: possono considerarsi antesignani di queste forme i Buoni postali italiani, che hanno durante la guerra servito ad assorbire i risparmi monetari, specie nelle zone rurali. Nel primo triennio della guerra i titoli non negoziabili rappresentavano il 37% del finanziamento interno totale con debiti negli Stati Uniti (a fine 1946, i *bonds* e le *notes* non negoziabili ammontavano a 56,4 miliardi di dollari sul totale di 257,6, più 24,6 miliardi venduti ai vari *trust funds* statali); il 52% nella Gran Bretagna (il 31% del debito a lungo termine); in Germania il 17% netto, il tutto a lungo termine.

sparmio coatto», inserito nel sistema dell'imposta diretta, assorbendo con la procedura dell'imposta quote di reddito, anche delle classi lavoratrici, che lo Stato si impegnava di restituire dopo un certo intervallo dalla fine della guerra; il pagamento di forniture attuali con annualità differite mediante intervento dell'Istituto di emissione od istituti di credito, ecc. (9).

Con questi vari procedimenti l'Ente pubblico, mentre cercava di accrescere la formazione di risparmio (o la conservazione in forma monetaria delle disponibilità derivanti da realizzazione di capitali reali o crediti preesistenti), ne limitava ed ostacolava l'impiego in beni privati (produttivi o non di redditi futuri) e ne imponeva o favoriva la destinazione al finanziamento pubblico. Anche se non si giungeva ad una situazione di perfetto monopolio dello Stato richiedente moneta attuale, perchè non si possono del tutto impedire gli impieghi di risparmi e disponibilità in ogni forma diversa dall'investimento pubblico, o le violazioni delle norme legislative, si creavano condizioni di particolare favore per lo Stato che diventava il massimo richiedente cui si potesse offrire moneta attuale, con la possibilità di pagare per essa tassi eccezionalmente bassi. Con la creazione di nuova moneta e il riafflusso delle disponibilità assorbite nel mercato attraverso la spesa statale, questi tassi potevano generalizzarsi alle altre operazioni, diverse dal finanziamento pubblico, e potevano ribassarsi o mantenersi bassi i saggi soggettivi di preferenza dei privati per la loro moneta attuale. Non solo si estendevano le zone in cui diminuivano i saggi soggettivi, ma in molti gruppi o per estese quote del risparmio formato, tali saggi si riducevano a zero o di-

(9) Lo Stato si è preoccupato anche della tesaurizzazione dei biglietti, sia ponendone il formale divieto, per lo meno per somme eccedenti certi limiti; sia minacciando stampigliature, conversione dei biglietti in conti bloccati o titoli di Stato, ed altri provvedimenti, in parte poi attuati nei c. d. «cambi della moneta»; sia rendendola più difficile riducendo i tagli massimi dei biglietti. L'esperienza ha dimostrato che i «cambi della moneta» costituiscono spesso un potente impulso a successive tesaurizzazioni, se non della moneta legale, di oro ed altri beni reali durevoli.

ventavano negativi (il risparmiatore per la certezza di conservare in futuro il potere d'acquisto attuale sarebbe disposto a pagare, anzichè ricevere, un interesse, rinunciando all'uso immediato della moneta). Ciò spiega la discutibile dottrina che afferma la *indipendenza* dal saggio della formazione e conservazione del risparmio. Naturalmente, dal problema restano esclusi tutti i casi di formazione e destinazione *coattiva* di risparmi e disponibilità. Ma, a meno si ammetta che in questo campo gli uomini agiscono irrazionalmente e senza leggi, la rinuncia a usar subito moneta o un bene attuale e la sua destinazione ad un uso futuro, sono sempre economicamente il risultato di un giudizio sull'utilità dell'uso della moneta o del bene reale in tempi diversi e quindi effetto del diverso valore che la moneta od il bene hanno per l'individuo in tempi diversi, cioè del saggio di interesse. Può darsi che la moneta futura, ma già a disposizione del singolo, abbia un valore eguale alla stessa moneta attuale: il possessore troverà facilmente conveniente la tesaurizzazione diretta; può darsi che moneta o bene reale futuro abbiano un valore superiore a quelli attuali: il risparmiatore sarà disposto anche a cedere la ricchezza attuale senza interesse, addossandosi i rischi, od a rinunciare ad una quota di essa, pur di aver la certezza di averla disponibile nel futuro. Ma queste condizioni non si verificano per *tutto* il risparmio, che i singoli formano, perchè le quote *marginali* si risparmiano pur sempre tenendo conto del reddito che si spera ricavarne; o non si verificano per *tutti* i componenti il mercato, bensì solo per una parte.

Durante la guerra è cresciuto il numero di coloro per i quali la moneta futura aveva un valore superiore alla somma attuale; ma soprattutto per individui, aziende, enti, sono cresciute le quote della disponibilità totale, che presentavano utilità non superiore alle stesse somme future, anche se le quote *marginali* si formavano solo in considerazione del saggio d'interesse o rendimento netto. Non è quindi corretto parlare di indipendenza della formazione del risparmio dal saggio d'interesse; ma di mutamenti nelle condizioni da

cui tale formazione, particolarmente quella del risparmio monetario, dipende. Essa deve sempre ricondursi ad un giudizio comparativo di convenienza riferito al tempo (10).

IV.

Dati sul movimento dell'interesse durante e dopo la guerra. Fallimento della politica del ribasso dei saggi in Italia.

8. - Non intendo qui tracciare una storia del saggio di interesse nei vari mercati belligeranti durante la guerra, ma solo rilevare alcuni dati e alcune caratteristiche delle sue variazioni (11).

Nella prima guerra mondiale si è verificata all'inizio del conflitto un'oscillazione violenta dei saggi del capitale monetario a breve e brevissima scadenza; e mentre questa oscillazione si riduceva, gradualmente aumentavano, si può dire per tutto il corso della guerra, i saggi sui prestiti a lunga scadenza, i quali segnavano ulteriori aumenti nei primi anni del dopoguerra, in cui le variazioni nei diversi mercati appaiono anche collegate al diverso grado d'inflazione raggiunto in tale periodo.

Nel recente conflitto, come ho già rilevato, lieve è stato l'aumento dei saggi di sconto, in gran parte eliminato nel corso del primo anno della guerra. I saggi sui titoli statali a più breve durata ed i saggi di mercato toccano in genere i livelli minimi negli anni 1940-42,

(10) SEYMOUR E. HARRIS, *The National Debt and the New Economics*, New York, 1947, rilevando che tra il 1935 ed il 1945 il debito pubblico degli Stati Uniti è aumentato a 7-8 volte, mentre il saggio d'interesse pagato su di esso è diminuito di circa 1/3, riassume le cause del fenomeno nelle seguenti: 1) l'espansione monetaria ed il connesso aumento dei redditi nominali; 2) l'esclusione di domande concorrenti con quelle dello Stato per altri investimenti; 3) l'aumentato ricorso ai debiti a breve durata; 4) la disciplina dei prezzi ed altri controlli sull'attività economica privata (pagg. 43, 135 e segg.). Ma nel mercato nord-americano il fenomeno della pura tesaurizzazione di biglietti, del tipo delle tesaurizzazioni verificatesi nell'Europa continentale, è stato relativamente più limitato.

(11) Cfr. anche — specialmente per i fatti meno recenti — i miei lavori già citati; in particolar modo *La finanza della guerra...*, pag. 543 e segg.

e si stabilizzano negli anni successivi. Più regolare e costante è la diminuzione dei tassi di capitalizzazione dei titoli a media e lunga durata (limitatissime sono state anche nell'Europa continentale le emissioni di prestiti perpetui) che prosegue fino alla fine della guerra, e nei mercati in cui le sorti della guerra peggioravano fino al 1943-44. La fine delle ostilità porta a nuove divergenze fra i saggi ed andamenti dei saggi nei singoli paesi, per effetto delle situazioni locali del credito e della politica monetaria, unitamente alle condizioni economiche e politiche generali. In genere i governi cercano di mantenere la politica del basso saggio, migliorandolo se non con formali nuove riduzioni, con parziali conversioni; in alcuni maggiori mercati si verificano riprese del movimento di ribasso, connesse a nuove espansioni temporanee della moneta statale o bancaria, mentre in altri i saggi sui crediti a breve ed a lunga già segnano notevoli oscillazioni all'aumento specie là dove si cerca di arrestare se non ridurre l'inflazione, e dove l'inflazione stessa si intensifica avvicinandosi all'annullamento del valore della moneta. Nel 1947-48 si delinea una più generale tendenza all'aumento, ed è opportuno considerare se si tratti di oscillazioni temporanee e locali o di un movimento più generale e profondo.

Nei fenomeni del periodo bellico si rileva come ribassi dei tassi si siano verificati tanto in paesi in cui il flusso del reddito reale nazionale risultava insufficiente rispetto ai bisogni e consumi privati e pubblici, rendendo necessario l'uso di una quota del patrimonio precedentemente accumulato, ed una diminuzione del capitale nazionale complessivo, quanto in mercati che — pur belligeranti — potevano accrescere il flusso del reddito e destinare una parte (se pure diminuita) allo incremento del patrimonio nazionale. Esempi dei primi sono la Gran Bretagna, Francia, Germania; dei secondi, gli Stati Uniti. Negli uni e negli altri i saggi raggiungono i livelli più bassi del secolo XX; in taluni, livelli minimi in confronto di quelli correnti nelle guerre precedenti degli ultimi due secoli. Nei paesi del primo gruppo è però più accentuata l'influenza della complessa politica diretta a ribassare e

mantenere bassi i saggi, allo scopo precipuo di ridurre al possibile il costo dei debiti che si accumulano a carico della finanza pubblica.

9. - In Gran Breagna si sono potute realizzare diminuzioni dei saggi di sconto e d'interesse sui prestiti statali sin dal primo esercizio bellico (1939-40). L'aumento del denaro accumulato permetteva anche di effettuare conversioni negli stessi periodi in cui il consumo netto del patrimonio nazionale si era già iniziato (12). Nel marzo 1940 si emette alla pari il War Loan 3% 1955-59 per 300 milioni sterline. Nel 1941 questi tassi già eccezionalmente moderati subiscono ulteriori riduzioni. Il saggio sulle cambiali del Tesoro scende sotto l'1%; i tassi correnti per prestiti a 3-5 anni (esenti) al 2-2,50%; si iniziano i depositi senza interesse e le forme di prestiti senza interesse.

Nel 1942-43 si mantengono sostanzialmente queste condizioni e proseguono le trasformazioni per alleggerire l'onere del Tesoro.

Fermo il tasso ufficiale al 2%, la politica del basso saggio è energicamente ripresa dopo la guerra, la cui fine era stata salutata da un miglioramento delle quotazioni dei titoli a media e lunga. Dichiarazioni del governo hanno precisato che i provvedimenti avevano lo scopo di servire soprattutto alla compressione della spesa pubblica, e perciò della pressione fiscale, ed alla difesa contro l'inflazione (13).

L'interesse sulle ricevute di deposito del Tesoro fu ridotto dall'1 1/8 a 5/8; determinando un ribasso anche nei tassi passivi delle banche; si ridusse a zero il saggio sui conti a

(12) Nel 1939-40, il 4,5% 1940-44 veniva convertito in un 2% a 3-5 anni alla pari (la conversione è stata accettata da oltre il 70% dei 350 milioni di sterline del capitale esistente).

(13) Il saggio di rendimento netto del *Consol* 2,50% tocca un minimo nel 1942 e torna a ribassare nel 1945-46:

1939	3,72 %	1943	3,10 %
1940	3,40 „	1944	3,14 „
1941	3,13 „	1945	2,92 „
1942	3,03 „	1946	2,60 „

Nell'ottobre 1946 il Cancelliere dello Scacchiere dichiarava: « Un debito pubblico di oltre 24 mi-

liardi; furono ribassati di circa il 0,50% i tassi per brevi durate. Ed anche il tasso di capitalizzazione dei titoli a più lunga durata ha, come si è visto, seguito il movimento.

10. - In Germania, il ribasso dei tassi è continuato sino al 1941. Nel 1942 lo Stato ha stabilizzato i saggi; il saggio ufficiale di sconto, ridotto al 3,5% nell'aprile 1940, è di poi rimasto invariato; lo sconto privato, che era stato ribassato tre volte nel corso del 1940, non si è spostato dal suo ultimo livello del 2 1/8%. Lo Stato si è da allora piuttosto preoccupato di vincolare al Tesoro, per via di rimborsi differiti, i capitali acquisiti in precedenza, anziché diminuire il saggio d'interesse. Si sono tuttavia effettuate conversioni e posti in opera altri miglioramenti per i debiti vecchi e nuovi.

La riduzione del saggio d'interesse era stata estesa ai depositi bancari, i cui tassi erano stati equiparati a quelli, via via decrescenti, in base ai quali operavano le società di assicurazione. Onde evitare, tuttavia, che una eccessiva diminuzione dei tassi di rendimento compromettesse l'organizzazione bancaria, nel 1942 è stato applicato il blocco degli interessi (divieto governativo di abbassare i saggi) per neutralizzare appunto gli effetti dell'eccezionale liquidità. Tuttavia, in nuove emissioni di titoli a lungo termine nel 1943, pur mantenendosi il saggio nominale del 3,50%, fu apportato qualche lieve aumento ai prezzi di emissione e alla durata dei prestiti.

Negli ultimi anni di guerra la direttiva prevalente è stata ancora quella di mantenere i

liardi (di sterline) è tollerabile solo se il tasso medio d'interesse viene mantenuto basso. Questo è anzi presupposto necessario d'ogni sgravio fiscale importante. Qualsiasi aumento del tasso d'interesse aprirebbe la via più sicura verso l'inflazione». Ora, ciò mi sembra discutibile; si ricordi in proposito che l'aumento dello sconto è il metodo classico di arresto e difesa dall'inflazione; si calcoli d'altra parte, che un aumento dell'1% dell'interesse su 25 miliardi capitale importa una maggiore spesa di 250 milioni annui, neppure il 10% della spesa totale, in via di riduzione. Ed occorrerebbe conoscere l'influenza che l'aumento dell'1% avrebbe sulla formazione di nuovo risparmio in un mercato abituato da anni a tassi bassissimi.

bassi livelli cui il saggio d'interesse era stato ridotto e di migliorare le altre condizioni dell'indebitamento statale (14).

11. - Il caso della Francia dimostra in particolar modo la nessuna influenza apparente che la necessità di consumare parte del capitale nazionale ha avuto sui saggi d'interesse, in quanto in Francia questo consumo è stato straordinariamente grave. Il forte rimpatrio di capitali dall'estero ha consentito di iniziare la guerra con ribasso dei saggi a breve e minime variazioni in quelli a lunga. Ma durante il crollo militare ed anche nella prima fase della costosa occupazione tutti i tassi continuano a ribassare:

	Saggio di sconto %	Saggi di capitalizzazione %		
		Rendita 3 %	Media titoli a reddito fisso	Media nuove emissioni
1939	2	3,95	4,97	5,71
1940	2	4,06	4,79	5,91
1941	2	3,19	3,60	4,50
1942	1,75	3,14	3,43	3,73
1943	1,75	3,11	3,59	3,76
1944	1,75	3,01	3,39	3,78
1945	1,625	2,99	3,37	3,63
1946 (genn.)	1,625	3,04	3,63	3,46
1946 (dic.)	1,625	3,35	4,37	4,54
1947 (genn.)	1,75-2,25	3,42	4,46	4,68

Il « cambio della moneta » attuato nel 1945 ha bensì, con la previsione di un probabile ribasso dei prezzi, migliorato i saggi; ma il movimento non è stato di lunga durata, perchè le nuove espansioni di moneta statale e bancaria hanno rapidamente annullato i guadagni dell'operazione, e dato l'avvio ad un nuovo processo di tesaurizzazione, specialmente aurea: mentre la circolazione di biglietti aveva raggiunto nel luglio-dicembre 1944 il massimo di 640 miliardi, l'oro tesaurizzato al principio del 1947 si calcolava a 3 milioni di kg. Il ribasso previsto nei prezzi non si è verificato e nei tassi d'interesse nell'ultimo biennio si delinea un aumento generale (15).

(14) Cfr. *La finanza della guerra...*, pag. 546-547.

(15) Cfr. per un più dettagliato esame della situazione francese, *La finanza della guerra...*, pag. 547 e segg.

12. - Il mercato italiano costituisce un esempio dell'incapacità della politica economica e monetaria a conseguire un ribasso generale e durevole dei tassi d'interesse quando il reddito reale della collettività, sia pure aumentato delle realizzazioni delle quote mobilizzabili del patrimonio nazionale, offre un troppo limitato margine all'aumento dei consumi del periodo bellico (16). Fino al giugno 1943 il complesso dei provvedimenti per la limitazione dei consumi e dei prezzi e per favorire il finanziamento dello Stato contenendo l'inflazione, era riuscito a limitare a meno del 15% della spesa globale il contributo fornito dall'aumento della moneta statale (17).

Per ciò anche i tassi si sono mantenuti relativamente alti, superiori al 5%, e in certi momenti, al 6%. Il legislatore è stato fertile d'inventiva nell'emanare norme dirette a favorire la formazione di risparmi monetari, ad ostacolarne l'impiego in beni reali e in forme diverse dal finanziamento statale, ed a facilitare anche coattivamente quest'ultimo. Malgrado tutto ciò il tentativo di estendere al nostro paese il ribasso dell'interesse (settembre-ottobre 1942), timidamente attuato con l'emissione di un buono al 4%, seguita da riduzioni dei tassi sui buoni ordinari e postali, ecc., ha fatto fallimento, con disastrosi effetti sul mercato, che ha temuto arbitrarie estensioni della politica di ribasso. L'afflusso di nuovi depositi è diminuito, così l'acquisto dei buoni ordinari;

(16) Cfr. *La finanza della guerra...*, pag. 538-543.

(17) Detraendo dalla spesa e dalle entrate le partite di giro, i rimborsi e concorsi ed i recuperi di spesa, la spesa di bilancio è stata coperta, per la somma dei tre esercizi 1939-42, con i seguenti mezzi:

	Miliardi lire correnti	Percentuali	
Spesa effettiva totale . . .	304,38	100	(spesa res.)
Recuperi e partite giro . . .	12,53	4,12%	100 (291,85)
Entrate fiscali nette	96,28	31,63 „	33 (circa)
Inflazione finanziaria	42,—	13,79 „	14,39
Debiti (in varie forme)	153,57	50,45 „	52,61
(di cui annualità differite)	(27,20)	(8,94)	(9,32)

Alla fine del giugno 1942 l'aumento di circolazione non raggiungeva il doppio della massa esistente nel settembre 1939.

depositi e crediti vennero ritirati; dovette sospendersi per molti mesi l'emissione di prestiti a media e lunga durata; l'inflazione (fra il luglio 1942 ed il luglio 1943) ha subito un più accentuato incremento. I saggi dovettero riaumentarsi. Qualcosa di simile è avvenuto nel 1946-47, quando si è tentato di emettere un prestito 3 1/2% con particolari agevolazioni per l'imposta patrimoniale: anche in questo caso si dovette poi attuare una specie di « conversione all'insù » (5%), e nel corso del 1947 ha dominato la tendenza all'aumento.

La spiegazione va a mio parere cercata nel fatto che il prodotto nazionale, già prima della guerra, superava di poco il minimo necessario alla sussistenza della popolazione, alla conservazione delle forze di lavoro, al mantenimento del capitale nazionale ad un livello costante; per certe categorie coincideva o quasi col minimo di sussistenza. Dato che tale flusso non era suscettibile di accrescimento durante la guerra, non poteva nemmeno offrire margini all'incremento del nuovo risparmio se non attraverso fenomeni di realizzazione di vecchi capitali o profonde alterazioni nella distribuzione delle ricchezze, che si sono ottenute principalmente con quell'inflazione che la « politica del circuito » voleva evitare e che non potevano non ridurre per numerosi gruppi il reddito consumato al livello minimo o al di sotto del minimo di sussistenza. In queste condizioni anche le norme dirette a limitare i consumi privati e l'aumento dei prezzi, ad ostacolare l'impiego dei redditi e risparmi monetari, oltreché in acquisti sul « mercato nero », in beni diversi dal finanziamento pubblico, dovevano avere più scarsa efficacia e subire larghe evasioni. Quanto più le « operazioni di mercato nero » si estendono in confronto di quelle conformi alla legge e prodotti ed altri beni si sottraggono ad ammassi e requisizioni, tanto più restano compromessi ed alterati il meccanismo del circuito e l'offerta del capitale monetario, resa possibile dall'inflazione. Ma anche l'efficacia dell'inflazione nella politica dell'interesse è limitata, perché essa si risolve rapidamente od immediatamente nell'aumento dei prezzi attuali, e perciò l'incremento dell'offerta di capitale monetario è ac-

compagnato o preceduto dall'incremento dei bisogni e della domanda di capitale monetario occorrente a pagare i nuovi prezzi per i fattori produttivi materiali ed umani. Dal 1945 all'estate 1947 i prezzi ed i salari aumentano più rapidamente della circolazione; e l'inflazione non ha potuto essere utilizzata a ribassare i saggi nominali. Aumenti dei tassi di sconto e dei saggi sui prestiti a media e lunga si sono nel dopoguerra verificati per analoghe cause in paesi in cui l'inflazione ha spinto il valore della moneta legale vicino al totale annientamento, come la Grecia, l'Ungheria, la Rumania (tassi privati), ecc. (18). L'aumento del saggio ufficiale di sconto in Italia al 5,50% nel settembre del 1947 va collegato alla politica di limitazione dell'inflazione e dei suoi effetti (ridurre la velocità di circolazione più rapidamente dell'aumento della quantità dei mezzi circolanti ha lo stesso significato di una riduzione della quantità, costante rimanendo la velocità): esso era già stato preceduto ed accompagnato da un generale aumento dei saggi di capitalizzazione dei titoli a reddito fisso, specie pubblici, a lunga, media ed anche più breve durata (19).

(18) Nei paesi occupati dalla Russia, le condizioni del mercato dei capitali appaiono profondamente alterate, sia per quanto riguarda la formazione, offerta e remunerazione del risparmio, sia per le funzioni « creditizie », sia dai drastici provvedimenti per il blocco e la riduzione della circolazione; il saggio ufficiale dello sconto assume un significato diverso da quello che ha nei mercati in cui la formazione, offerta e domanda di capitale monetario restano o tornano, in misura prevalente, libere, cioè economiche.

(19) I corsi medi secchi (Bollettino del servizio studi economici della Banca d'Italia) sono infatti così variati per i seguenti titoli:

	Rendita 5%	Rendibile 3,50% (1978)	Buoni T. novenn. 5% (1950)	Obblig. IMI 5% (VII)	Buoni T. quinquenn. 5% (1950)
media 1933	92,38	69,18	—	991,09	—
„ 1942	93,57	79,43	97,29	968,13	—
„ 1946	95,44	82,34	98,36	984,62	98,92
dte. 1946	89,31	79,59	96,86	959,89	98,78
apr. 1947	88,07	73,79	94,81	963,68	94,55
agos. „	83,37	65,63	96	960	95,04
ott. „	78,90	64,80	93,64	939,52	93,28
dte. „	81,90	67,33	96,41	956,61	96,21
me.lla 1947	86,22	71,42	95,715	931,66	95,47
genn. 1948	84,63	67,48	98,214	961,10	97,92
febb. „	87,03	68,10	98,79	966,625	98,64

13. - I fenomeni del saggio negli Stati Uniti sono particolarmente interessanti non solo perché i tassi vi hanno raggiunto livelli fra i più bassi di questo periodo, e fra i più bassi pure nella storia del mercato nordamericano; ma anche perché l'inflazione (considerata nell'insieme delle variabili dell'equazione monetaria) ha avuto parte relativamente più limitata, e maggior influenza hanno avuto le forze propriamente economiche. Predominante è il fatto del grandioso incremento del prodotto (reale) nazionale fra il 1939 ed il 1945, e del reddito monetario della collettività netto dalle imposte: nel quinquennio dal 1° luglio 1940 al 1° luglio 1945, la somma dei redditi privati netti da imposte è calcolata a 651 miliardi di dollari, di cui 469 miliardi spesi per consumi attuali, donde un risparmio utilizzabile di 182 miliardi. Il debito pubblico (lordo) nello stesso periodo è aumentato da 42,4 miliardi a 255,4 miliardi; ed il saggio medio di interesse generale al quale il nuovo debito è stato emesso è diminuito di circa il 30%. Il movimento è stato complicato dalle modificazioni nella composizione del debito e dal diverso andamento dei tassi sulle varie durate, che hanno presentato molteplici alternative. Tuttavia, ad onta di queste variazioni, il movimento al ribasso è stato generale ed ha raggiunto tali livelli da autorizzare i Governatori del sistema della R. F. a scrivere in una loro relazione ufficiale: « i tassi d'interesse sono scesi a quote non mai toccate in precedenza, alcune delle quali molto inferiori ai tassi che convengono per una politica di denaro facile ».

Il 1945 è stato uno degli anni a saggi più bassi; sono diminuiti i tassi dei *T. Bonds* a lunga durata non esenti e parzialmente esenti (a poco più dell'1 1/2%), e delle *T. notes* tassabili.

« La leggera reazione dei tassi durante il 1946 è notevole non tanto per l'entità del rialzo, quanto per il fatto che essa ha segnato la fine di un lungo periodo di ribasso » (20). Nell'aprile-maggio il tasso al quale le banche affiliate prendono denaro a prestito risale all'1%, le banche della R. F. avendo abolito lo

(20) XVII Relazione Annuale della « Banca dei Regolamenti Internazionali » (1947) pag. 164.

sconto preferenziale del 0,50% sulle anticipazioni contro garanzia di obbligazioni statali a non oltre un anno. Si è verificato tuttavia uno squilibrio fra i rendimenti netti dei titoli statali a lunga, aumentati, e quello dei titoli a breve, che ha indotto le banche a vendere questi ultimi in maggiori proporzioni al sistema della R. F., o ad ottener prestiti con garanzia sui medesimi, per acquistare titoli a lunga durata, ricavandone un reddito maggiore ed usandoli come base per allargare i crediti al mercato privato. Le autorità monetarie hanno bensì cercato di limitare quest'espansione, facendo aumentare i saggi sulle brevi scadenze (dove il rialzo di parte del 1946 e del 1947) e riducendo l'emissione dei titoli a lunga; ma gli effetti sull'espansione creditizia sono stati neutralizzati dagli afflussi d'oro dall'estero che, accrescendo le riserve bancarie, hanno permesso di finanziare gli aumenti dei crediti al mercato, cresciuti in un anno, al novembre 1947, di 3,7 miliardi di dollari (di cui 3 alle imprese agricole industriali commerciali) con un totale, per le banche aderenti al sistema della Riserva, di circa 30 miliardi. Però nei dibattiti sui metodi di limitare l'inflazione creditizia, il mantenimento del tasso del 2,50 per i titoli a lunga mediante operazioni di mercato aperto, è stato confermato quale criterio direttivo della politica delle autorità monetarie; e le oscillazioni intorno a tale saggio, se pure hanno dato luogo a discussioni e movimenti, sono state praticamente limitatissime. Si va però affermando la convenienza di accrescere i titoli a lunga acquistati dai privati risparmiatori come impiego durevole, e limitare i titoli a breve in mano alle banche; ed è sostanzialmente innegabile che nel mercato nordamericano la domanda di capitale liquido da parte delle imprese e dei privati (per il rinnovo ed ampliamento dell'attrezzatura, per costruzioni ed acquisti edilizi, per i bisogni dell'agricoltura) tende a superare notevolmente l'offerta, aggiungendosi ai maggiori bisogni pubblici per il finanziamento degli aiuti all'Europa. Ma nelle recenti discussioni sull'opportunità di aumentare i saggi d'interesse appaiono dominanti le preoccupazioni monetarie, soprattutto la necessità di limitare e con-

trollare le tendenze inflazioniste, subordinandovi la politica dell'interesse (21).

V

Vantaggi ed inconvenienti generali della politica di ribasso dell'interesse.

14. - Le esperienze sommariamente ricordate bastano tuttavia a confermare come il ribasso dell'interesse verificatosi nell'ultimo decennio sia il risultato di fattori monetari non adeguati, in condizioni di relativo equilibrio, ai rapporti fra i bisogni di beni reali attuali e futuri, ed i flussi dei beni attuali e futuri effettivamente disponibili; ma bensì determinati dalle eccezionali condizioni dell'economia bellica e, soprattutto, dall'azione dello Stato e da manovre e procedimenti artificiosamente adottati per ribassare e mantener bassi i saggi.

Quali sono i vantaggi e gli inconvenienti di questa politica? E' necessario distinguere il punto di vista della finanza statale e dei gruppi politici che l'hanno diretta, da quello della collettività o per lo meno degli interessi più generali e durevoli della collettività.

Il beneficio più evidente e generale è quello di diminuire il costo per la finanza pubblica dei prestiti e finanziamenti bellici; di limitare la spesa per il bilancio del servizio dei debiti contratti durante la guerra e nel primo periodo postbellico; di assicurare prontamente, o con la maggiore rapidità le enormi somme occorrenti per la condotta della guerra e per l'inizio della ricostruzione, nella fase più costosa del passaggio dall'economia bellica a quella di pace. La politica ha consentito di ridurre anche il costo dei prestiti emessi prima della guerra, mediante la graduale conversione dei redimibili in titoli a saggio più basso e con l'automatico alleggerimento del loro onere per la generale diminuzione del potere d'acquisto della moneta in cui interessi e quote d'ammortamento sono pagati, ed il connesso incremento delle entrate tributarie. Il vantaggio non si

(21) V. HARRIS S. E., *The National Debt* cit., pp. 16, 20; 249-54; 272; C. C. ABBOTT, *Management of the Federal Debt* nella « Harvard Business Review », dic. 1945, pp. 100-103; M. S. ECCLES nel « Federal Reserve Bulletin », dic. 1947, ecc.

limita alla riduzione (relativa) che il basso interesse comporta nella pressione fiscale, consentendo di prelevare minori imposte per provvedere al servizio del debito; investe anche i rapporti di *distribuzione*, riducendo la proporzione fra spesa per il debito pubblico e spesa per gli altri servizi, specie sociali, nonché il rapporto fra spesa per il debito ed entrata fiscale complessiva, attenuando la *redistribuzione* di ricchezza derivante dallo spostamento di reddito dalle varie classi contribuenti (comprese quelle che non posseggono titoli del debito) alle classi dei detentori dei titoli stessi. L'ammontare del debito capitale cresce più rapidamente della spesa per il servizio del debito, e dell'ammontare del reddito nazionale; il rapporto fra la spesa annua per il debito ed il reddito nazionale può diminuire o mantenersi relativamente basso. L'economia di spesa che ne deriva avvantaggia lo Stato fin dal periodo di guerra, e riduce corrispondentemente la necessità di ricorrere all'inflazione. Questo beneficio però è stato relativamente minimo, la spesa per il servizio del debito rappresentando una piccola percentuale della spesa effettiva globale dello Stato negli esercizi di guerra e nei primi del dopoguerra. Ancora oggi appare esagerato affermare che un aumento dell'1-3% nel saggio dei debiti costituirebbe decisiva spinta all'inflazione. La preminenza assunta dai prestiti a breve durata obbliga lo Stato a mantenere quanto più a lungo può la politica di ribasso dei saggi, non solo in considerazione dell'onere dei nuovi prestiti, ma anche per non peggiorare la situazione dei debiti precedentemente emessi e che continuano a scadere ed a rinnovarsi. Sarebbe forse più conveniente che lo Stato, utilizzando il persistere di un livello di saggi relativamente bassi, affrettasse la conversione di una notevole parte del debito a più limitata durata, anche a costo di subire un certo aumento dell'onere annuo, perchè sui titoli a media e lunga il tasso è poco più alto. Non sembra probabile, salvochè nell'ipotesi di un aggravamento decisivo della inflazione, un ulteriore movimento di ribasso che porti i saggi notevolmente al di sotto del livello attuale.

Il beneficio del basso saggio non avvantaggia solo il bilancio pubblico, ma si estende anche al mercato privato, riducendo il costo dei capitali presi in prestito dalle aziende produttive, tenuto conto delle condizioni particolarmente favorevoli in cui avviene il finanziamento statale in confronto di quello privato. In questo senso è fattore di riduzione dei costi generali e specifici di produzione; e, poichè una parte notevole del prodotto è acquistata dallo Stato, può supporre che anche per questa via il ribasso dei saggi contribuisca a ridurre le spese pubbliche. Economicamente è possibile che questa riduzione artificiale di certi costi spinga ad investimenti non economici, o che risultano tali quando il saggio d'interesse riammenta sotto la pressione di condizioni economiche.

15. - Il vantaggio che lo Stato ricava dal ribasso dei tassi non significa tuttavia un vantaggio per la collettività: il pagamento degli interessi dei titoli di debito pubblico (e delle imposte a ciò necessarie) è un fenomeno di *distribuzione*; di per sè stesso non modifica il reddito nazionale nel suo complesso: se la sottoscrizione dei prestiti avvenisse da parte di tutti i contribuenti in proporzione del loro reddito ed in eguale proporzione si distribuissero le imposte necessarie al servizio del prestito, la misura del saggio sarebbe *indifferente*: ciascuno pagherebbe un ammontare d'imposte uguale alla somma di interessi che riceve. E' la discrepanza fra sottoscrittori (o possessori) dei titoli del debito e contribuenti alle imposte occorrenti al servizio del debito, che fa sentire il vantaggio del basso saggio, che consente di ridurre le imposte pagate da coloro che non posseggono titoli del debito ai possessori dei medesimi. Occorrerebbe quindi confrontare l'utilità delle unità di reddito cui debbono rinunciare i risparmiatori possessori, gli effetti economici dell'impiego che essi darebbero a tali unità, con l'utilità delle somme che risparmiano i contribuenti non possessori (o possessori in minor misura), e con gli effetti economici dell'impiego che danno a tali

somme. Non è dimostrato a priori che la prima somma sia inferiore alla seconda.

Questa tuttavia è solo una prima approssimazione al problema. I danni economici del basso saggio provocato od aggravato da una politica artificiosa che opera essenzialmente sui fattori monetari, possono rilevarsi solo dalle conseguenze che ne derivano ai fattori fondamentali del saggio e della formazione del risparmio, accennati nella parte II. I fattori monetari predominano fino a che perdurano i fenomeni dinamici della congiuntura bellica, la eccezionale redistribuzione dei redditi, l'espansione crescente della quantità di moneta statale e bancaria messa a disposizione dei privati. Ad un certo punto queste condizioni debbono ridursi e cessare, e venir meno al tempo stesso le altre misure coercitive che hanno creato artificiose condizioni di quasi monopolio allo Stato (disciplina dei consumi privati e dei prezzi, ostacoli all'investimento dei risparmi nelle forme giudicate più convenienti dai risparmiatori, ecc.). Per quanto molte condizioni siano mutate dalla fine della guerra, questa fase non è ancora raggiunta in nessun Paese, la stabilità monetaria non è ripristinata. In vari mercati alla redistribuzione provocata dalle spese belliche e dall'inflazione si è sostituita una redistribuzione *politica* di ricchezza che però trae essenzialmente i suoi mezzi dall'inflazione; anche in questi mercati il problema esiste e potrà emergere pienamente quando l'inflazione cesserà o cesseranno gli aiuti esteri gratuiti che compensano e sostituiscono l'insufficiente formazione di risparmio nel mercato nazionale. Con la stabilizzazione monetaria e il ricostituirsi di un'economia « normale », la formazione delle disponibilità monetarie eccezionali che hanno resa possibile la politica del basso saggio, deve necessariamente ridursi a venir meno; i tassi di preferenza per il capitale monetario, riavvicinarsi ai saggi soggettivi di preferenza per i beni reali. Il fenomeno ha potuto rilevarsi nettamente nel periodo che ha seguito la prima guerra mondiale specie nei paesi in cui l'in-

frazione era giunta ai limiti estremi (22), e si è manifestato da prima sotto forma dell'acuirsi del bisogno di « capitale d'esercizio » nel periodo della stabilizzazione monetaria e successivo (23). La sproporzione fra i capitali « fissi », nel cui aumento si erano impiegati i profitti di guerra e d'inflazione, ed i capitali circolanti, era un aspetto della più generale sproporzione fra bisogno di capitale e formazione, disponibilità di risparmio, che la stabilizzazione poneva in luce. Dopo l'ultima guerra il problema avrebbe dovuto presentarsi assai diversamente, perchè, da un lato è perdurato assai maggiore il « bisogno di liquidità », si sono sentite lamentare fino a iosa le eccessive ed enormi tesaurizzazioni di biglietti, oro e divise; e d'altro lato, è diventato eccezionale (almeno nei mercati europei) non solo il bi-

(22) Lo ha con grande perspicuità rilevato per la Germania il BRESCIANI-TURRONI, *Le vicende del marco tedesco*, Milano, Univ. Bocconi, 1931. Il saggio dello sconto ufficiale rimase immutato dal 1915 al luglio 1922, per quanto i prezzi carta aumentassero da 109 (luglio 1914, 100 = media 1913) a 7030 (giugno 1922). Nel mercato libero a Berlino i tassi ribassarono a 3,19% (media 1919), 3,60% (media 1920) 3,49% (1921), oscillando fra il 4% e il 5% nella prima metà del 1922. Gli aumenti del saggio, durante il corso dell'inflazione, rimasero tuttavia molto inferiori al deprezzamento che contemporaneamente subiva il capitale monetario oggetto dei prestiti (da luglio a dicembre 1922 il potere d'acquisto si riduce di oltre il 92%; e dal gennaio all'ottobre 1923 di quasi il 100%). Nel mercato libero i saggi per il denaro giornaliero corrispondevano nel gennaio 1923 a saggi mensili oscillanti fra il 250% e l'800%. Nel dicembre 1923, dopo la prima riforma monetaria, il saggio praticato nella borsa di Francoforte si manteneva tuttavia superiore al 32% al mese; nella prima metà del 1924 a Berlino raggiungeva ancora il 72% all'anno. Con la stabilizzazione si è eliminata l'influenza della quasi quotidiana svalutazione della moneta ma è emerso il « bisogno di capitale » d'esercizio che si è rispecchiato nell'alto saggio di interesse, non più solo *nominale*, ma *reale*, data la relativa stabilità dei prezzi e cambi del periodo in cui i prestiti si effettuavano.

(23) L'aumento dei saggi è comune ai paesi che hanno stabilizzato la moneta dopo una fase di intensa inflazione e svalutazione. Nell'ottobre 1925 i saggi ufficiali di sconto erano fissati: Polonia: 12% (anticipazioni 14%); Germania: 9% (anticip. 11%); Austria: 9%; Ungheria: 9%; Finlandia: 8%; Cecoslovacchia: 7%.

sogno di capitali d'esercizio, ma anche quello di capitali fissi, per il logorio e consumo economico che se n'è fatto durante la guerra e per le distruzioni prodotte dalle operazioni militari. Sono bastati però pochi anni di eccezionali aumenti dei salari, delle imposte e dei prezzi di altri fattori che si consumano nel corso del ciclo produttivo, per far prevalere (o dare la sensazione del prevalere) il bisogno di « capitale d'esercizio » su quello di capitale fisso, appena si è arrestata o rallentata l'inflazione.

16. - I danni economici essenziali della politica del basso saggio si possono riassumere nelle seguenti considerazioni. La guerra ha determinato una profonda alterazione delle condizioni sostanziali che regolano l'interesse, la preferenza per i beni attuali in confronto dei beni futuri. Ha accresciuto enormemente il bisogno di beni attuali reali nel periodo delle operazioni militari, ha diminuito o di poco aumentato il flusso del prodotto attuale corrispondente; ha spinto al consumo anticipato di una parte del capitale, del complesso dei beni strumentali, ha distrutto (senza contropartite economiche) un'altra importante parte del capitale nazionale. Il bisogno eccezionale di beni attuali perdura così anche nel dopoguerra, per la ricostituzione del capitale consumato o distrutto, e per provvedere ai maggiori bisogni di consumo immediato che il graduale eliminarsi delle limitazioni di guerra, la redistribuzione del reddito monetario a favore delle classi meno abbienti e più numerose, rendono possibile, mentre il prodotto reale può accrescersi solo più lentamente e gradualmente. Per compensare questi squilibri fra bisogni attuali e redditi attuali avrebbe dovuto verificarsi un adeguato aumento dei saggi d'interesse, capace di rendere più conveniente l'assegnazione al futuro di una quota maggiore del prodotto attuale, a stimolare e mantenere vive le forze che portano alla formazione di nuovi risparmi ed alla loro capitalizzazione, nonchè a compensare i maggiori rischi afferenti i beni futuri in confronto di quelli attuali. Questo aumento dei saggi dovrebbe riproducersi e mantenersi nel dopoguerra, per

contrastare la maggior « propensione al consumo » e per creare i mezzi necessari a ricostituire il capitale produttivo e quindi il reddito annuo. La politica che si è, per ragioni soprattutto finanziarie, seguita, è in contrasto con queste esigenze: ha ribassato i saggi, servendosi di mezzi che portavano a trascurare ed annullare gli stimoli e le forze che possono sostanzialmente attenuare la preferenza per il consumo immediato della ricchezza disponibile ed accrescere l'utilità di quella rivolta a produrre beni futuri, senza ottenere gli effetti che avrebbe avuto un aumento dei saggi. Ha sostanzialmente mantenuto i bisogni soggettivi di beni attuali, solo vietandone o limitandone la manifestazione in concrete domande; non ha impedito la diminuzione del capitale produttivo, preparando una diminuzione di lunga durata del flusso del reddito prodotto in futuro; ha mortificate, indebolite, depresse le forze che portano alla formazione di nuovi risparmi, in tutte le classi per le quali i risparmi precedentemente formati si volatilizzavano o perdevano gran parte del loro potere d'acquisto, diminuendo la utilità delle quote del reddito attuale destinate a bisogni futuri. Sotto un certo aspetto, il fenomeno della tesaurizzazione non è indice del ridursi dei tassi soggettivi a zero; ma, all'opposto, della minor fiducia e del minor valore attribuito a forme di impiego di risparmio in redditi futuri che prima della guerra potevano considerarsi prevalenti: con la tesaurizzazione il risparmiatore prolungava la possibilità di scegliere fra la destinazione della ricchezza al consumo attuale e quella ai consumi futuri, e di scegliere le forme più convenienti di redditi futuri; ciò che appare manifestazione di aumento, più che di ribasso, dei saggi soggettivi.

Con la stabilizzazione della moneta ed il cessare della continua creazione di nuova moneta statale e bancaria, la graduale soppressione dei vincoli ai consumi ed ai prezzi, è inevitabile che venga meno l'artificiale formazione di disponibilità monetarie che ha alimentato finora un'offerta di capitale monetario tale da eguagliare e superare la domanda; mentre l'aumento dei prezzi dei fattori di produzione, dei salari e delle imposte, riporta la domanda di capitale monetario attuale ad un livello

eguale o superiore alla domanda di beni *reali* attuali. Si possono ragionevolmente prevedere due serie di conseguenze: I) alla stabilizzazione dei prezzi ed alla sospensione della creazione di nuova moneta, deve seguire un aumento dei tassi d'interesse a breve ed a lunga, ed un periodo di tassi relativamente alti, che in vari mercati già cominciano a manifestarsi per quanto perduri l'inflazione, ed il bisogno di beni attuali sia in parte compensato da rifornimenti gratuiti e prestiti di capitale estero a saggi artificialmente bassi. La riduzione e poi sospensione delle forniture gratuite e dei prestiti, se non sarà sostituita da nuova inflazione, accentuerà il movimento di rialzo. II) Lo squilibrio fra i bisogni di beni attuali sia di consumo (per l'aumento di salari ed altri redditi investiti in consumi immediati), sia strumentali (per la ricostituzione dei capitali produttivi e fattori consumati, distorti dall'impiego più economico o distrutti dalla guerra), ed il prodotto e risparmio (di beni reali) attuali risulterà aggravato dalla politica di basso saggio applicata durante la guerra e nel primo dopoguerra, in quanto ha sfavorevolmente agito sulle cause dello squilibrio, rendendo più conveniente il consumo anticipato di capitali reali, e deprimendo le possibilità, convenienza e stimoli alla creazione di nuovo risparmio. Quest'ultima conseguenza continuerà a farsi sentire dopo la stabilizzazione in quanto le perdite subite dai risparmiatori operano duramente, sia riducendo il reddito guadagnato sul quale può accantonarsi il risparmio, sia diminuendo la convenienza a destinare reddito a bisogni futuri (aumentando i saggi soggettivi di preferenza per i beni attuali) per le dolorose esperienze sofferte per ciò che riguarda il destino e risultato delle quote del reddito prima sottratte al consumo immediato ed impiegate in redditi futuri, specie fissi. L'esperienza degli anni successivi alla prima guerra mondiale (pur non essendo conclusiva) parrebbe dimostrare che queste ripercussioni sono più sensibili negli anni più vicini all'arresto della svalutazione e che si attenuano ed eliminano con relativa rapidità nel periodo successivo. Ma nell'attuale dopoguerra esse sono aggravate dalla *redistribuzione* che sposta quote maggiori del reddito nazionale a classi

in cui prevale la convenienza per il consumo immediato, e minori sono le tendenze soggettive ad accantonare quote risparmiate.

La politica del basso interesse ha con questi effetti peggiorato il problema della ricostruzione. I vantaggi delle minori imposte e minori cause d'inflazione (spese non coperte dai tributi e dai prestiti) appaiono superati dai danni dello aggravato squilibrio fra bisogno di beni reali attuali e flusso del prodotto reale, e dell'indebolimento degli stimoli e convenienza a formare risparmio. Danni che per un certo periodo potranno mascherarsi con l'inflazione, o con rifornimenti gratuiti di beni di consumo, materie prime, macchine dall'estero, o con prestiti esteri gratuiti od a basso interesse. L'inflazione procrastina, sotto certi aspetti aggrava lo squilibrio. I rifornimenti di beni reali ed i prestiti esteri compensano *pro quota* lo squilibrio; ma è difficile che a lungo andare non influiscano sul mercato dei « beni nel tempo » dei paesi che concedono rifornimenti e prestiti: i loro saggi dovranno risentire gli effetti di queste quote del reddito attuale trasferite (senza dirette controprestazioni) ad altri paesi; l'aumento dei saggi sarà in complesso tanto più tenue quanto minore è tale quota rispetto al prodotto attuale totale dei mercati donatori.

Nei paesi belligeranti europei sembra difficile che prestazioni di beni e prestiti gratuiti compensino interamente o in massima parte, il fabbisogno di beni attuali. Potranno essere evitate o limitate le punte più alte dell'aumento dei saggi, non soppressa la necessità di stimolare, con una più adeguata remunerazione, formazione ed offerta di una quantità maggiore di risparmio.

Il problema del mutamento generale della politica dell'interesse, cioè dell'abbandono delle condizioni artificiose che hanno regolato e limitato i tassi fino a questo momento, lasciando più largamente operare le forze propriamente economiche, non deve considerarsi solo dal punto di vista della pubblica finanza. È vero che il debito pubblico, e quindi l'organizzazione finanziaria sono, e saranno per un certo periodo, il tramite più importante attraverso cui il risparmio della collettività è rac-

colto e trasmesso agli enti, imprese e privati che assumono le iniziative della ricostruzione; ma non è il solo. È diventato maggiori i dubbi se sia conveniente mantenere l'attuale posizione dominante dello Stato, o lasciare una più larga parte, favorire un maggiore sviluppo della iniziativa privata nella ricostruzione stessa. Certo una quota non indifferente delle ricostruzioni edilizie, industriali ed agricole spetta oramai anche in Italia alla libera e spontanea attività dei privati, all'infuori degli aiuti ed indennizzi dell'ente pubblico che l'ha più che altro ostacolata con ciechi ed irrazionali inasprimenti fiscali, e fastidiose formalità amministrative. Lo Stato può — per quanto lo riguarda — favorire la formazione del risparmio ed i finanziamenti non solo con l'interesse pagato sui suoi debiti, ma soprattutto stabilizzando il potere d'acquisto della moneta, e migliorando le condizioni e prospettive del suo bilancio.

Il problema investe il sistema generale dei bisogni nel tempo e la ripartizione, individuale ed aziendale, del reddito tra consumi immediati e risparmio; ossia accrescimento della somma dei beni destinati a produrre redditi futuri. Lo Stato può contribuire a risolverlo creando le condizioni che favoriscono il riavvicinamento dei tassi sul capitale monetario ai saggi sui beni reali, o meglio eliminando gradualmente le condizioni che, per effetto della sua azione e della sua politica, hanno portato al sempre più grave divario tra i due gruppi di saggi. Il prezzo dei beni attuali in termini di beni futuri deve essere coordinato ed adeguato agli effettivi rapporti tra il bisogno di beni attuali e la loro disponibilità ed offerta.

Questo adeguamento potrà limitare e far cadere le iniziative peggiori, meno capaci, cioè destinate ad ottenere dai capitali investiti un minor rendimento, che l'alto saggio d'interesse farebbe risultare non convenienti. Ma opererà come fattore di selezione e sopravvivenza delle iniziative migliori, che riescono ad ottenere una più alta produttività e quindi a compensare il maggior interesse che debba pagarsi sui capitali ottenuti in prestito (24).

(24) Vedi più diffusamente su questo punto: L. FEDERICI, *Sulla convenienza e possibilità di una politica di basso saggio d'interesse*, nella « Rivista bancaria », marzo-aprile 1947.

VI

Particolari influenze della politica del ribasso dell'interesse (imprese bancarie e assicuratrici; distribuzione del reddito; spostamenti internazionali dei capitali; tesaurizzazione).

17. - Uno strumento meno noto, anzi spesso quasi inavvertito dai risparmiatori, della politica di ribasso artificiale dell'interesse è il divario fra variazioni del saggio *reale* e variazioni dei saggi *nominali*; questi ultimi vengono volutamente mantenuti immutati, oppure lasciati diminuire, o aumentare, in misura meno che proporzionale, mentre invece aumentano i prezzi dei beni in cui mutanti e mutuari investono il capitale monetario oggetto del prestito. Per quanto il mercato avverta il fenomeno, la valutazione di questa importantissima condizione (importante dal punto di vista dello spostamento di ricchezza dai creditori ai debitori e della interpretazione dei fenomeni del saggio) è generalmente vaga, imprecisa, inadeguata da parte degli operatori pratici. Per mantenere l'uguaglianza fra saggio reale e nominale, occorrerebbe che nel saggio nominale venisse inclusa una quota esattamente uguale alla diminuzione che il potere d'acquisto della somma prestata subisce fra il momento in cui è ricevuta ed il momento in cui è restituita dal debitore (25). I dati sperimentali dimostrano che questa condizione non si verifica concre-

(25) In rapporto a quali beni deve valutarsi la variazione del potere d'acquisto nel periodo del prestito? Non sembra corretto assumere l'indice o media generale dei prezzi. Razionalmente, il saggio domandato dal mutuante dovrebbe tener conto della variazione dei prezzi dei beni che egli acquisterebbe con la somma che cede *pro tempore* ed in cui ha intenzione di trasformare tale somma nel momento della restituzione. Il saggio offerto dal mutuario dovrebbe invece tenere essenzialmente conto delle variazioni dei prezzi dei beni che intende acquistare al momento in cui riceve la somma mutuata e poi rivendere per poter restituire la somma stessa. Quindi il saggio pattuito razionalmente deve essere stabilito fra questi saggi di domanda ed offerta del capitale monetario. Il confronto fra saggi nominali e reali va riferito ad un determinato periodo; le influenze delle previsioni circa i prezzi in tale periodo sul saggio di interesse sono però diverse dal movimento dei prezzi. Se si prevede un aumento *uniforme* per ogni anno della media dei prezzi, il

tamente fino a che i prezzi dei beni aumentano. Gli squilibri fra i due saggi, cioè le perdite dei risparmiatori, sono in genere tanto più accentuati quanto più rapido è l'aumento dei prezzi (26). I saggi nominali, salvo che nei periodi finali di disastrosa ed incontrollabile svalutazione, appaiono sostanzialmente quasi insensibili alle variazioni dei saggi reali, come potrà facilmente documentarsi anche per l'Italia nel periodo postbellico quando si possederanno medie annue più approssimate per i prezzi degli anni dal 1944 al 1947.

18. - Le conseguenze di questo fenomeno sono evidenti. La politica del basso interesse potrebbe ridurre al minimo i suoi danni economici solo se il livello dei prezzi si mantenesse rigorosamente *stabile*. Ma se il potere d'acquisto della moneta, in cui i prestiti sono stimolati e l'interesse è pagato, subisce accentuate e prolungate diminuzioni, alle perdite che i risparmiatori soffrono per l'artificiosa regolamentazione e diminuzione dei saggi nominali si

saggio d'interesse che esattamente lo sconta non è crescente, ma *costantemente alto*: se il saggio corrente nell'ipotesi di prezzi stabili è il 5% e i prezzi aumentano ogni anno del 15%, il saggio nominale, per mantenersi uguale a quello reale, dovrebbe aumentare dal 5% al 20% nel primo anno di aumento dei prezzi e poi mantenersi stabile al 20%, finché i prezzi aumentano annualmente del 15%.

(26) Assumendo gli indici dei prezzi all'ingrosso e considerando le variazioni della media dei prezzi di un anno in confronto alla media del precedente, rileviamo queste divergenze fra i tassi nominali e quelli necessari per tener conto delle variazioni dei prezzi (limitandoci ai saggi di capitalizzazione di titoli statali a lunga durata o perpetui):

	Gran' Bretagna		Stati Uniti		Francia		Italia	
	saggio nominale corrente	saggio d'equilibrio	saggio corrente	saggio d'equilibrio	saggio corrente	saggio d'equilibrio	saggio corrente	saggio d'equilibrio
1943	3,10	5,14	2,47	6,85	3,11	14,90(a)	5,34	17,65
1944	3,14	5,14	2,48	4,18	3,01	14,70	—	—
1945	2,92	4,88	2,50	4,14	2,99	16,19	—	—
1946	2,50	5,80	2,50	16,30	3,35	76,15	5,24	—
1947 (1 trim.)	2,80	4,80	2,50	22,50	3,42	37,02(b)	5,40	64,68

(a) (1942)

(b) medie aritmetiche delle medie mensili dei prezzi del 1947.

L'esempio vuole essere puramente indicativo di tendenza. Vedi per la trattazione teorica I. FISHER, *The Theory of Interest*, cit. cap. II e XIX.

aggiungono tutte le perdite provocate dalla svalutazione del capitale monetario prestato e rimborsato, nell'intervallo fra la cessione ed il rimborso. La politica del saggio, irrigidendolo, impedisce che i risparmiatori ricevano almeno il piccolo compenso che potevano dare nelle guerre del passato (e ancora durante e dopo la prima guerra mondiale) i modesti aumenti dei saggi nominali. Tale politica diventa perciò un'altra causa economicamente arbitraria dell'alterazione e del profondo turbamento della distribuzione della ricchezza prodotti dalla congiuntura e dalla inflazione bellica e post-bellica; aggrava i sacrifici sofferti dalle classi risparmiatrici mutanti, contribuisce a mortificare e deprimere gli stimoli a formare risparmio nuovo. Queste perdite potranno valutarsi pienamente solo quando la moneta conseguirà effettiva e duratura stabilizzazione.

Si connettono a questo rilievo i turbamenti e danni che la politica del basso interesse può determinare nel funzionamento di industrie che, come quella bancaria, creditizia, delle assicurazioni, si basano normalmente sulla determinazione economica dei tassi. Il ribasso artificioso dei tassi può ad un certo punto incidere sui costi di queste industrie in misura tale da rendere non conveniente od ostacolare la loro attività. L'aumento delle spese per stipendi ai dipendenti, per imposte, affitti, impone ad esempio alle aziende di credito di richiedere o cercare saggi nelle operazioni attive molto superiori a quelli pagati ai depositanti; se la politica dei tassi non consente di conseguire un sufficiente divario, viene compromessa ed ostacolata l'efficienza e regolarità della loro azione (27). I ribassi artificiali dei saggi hanno quindi in sostanza l'effetto di rendere più costosa l'opera dell'industria bancaria per le varie clientele in ragione della quota dei depositi, del patrimonio e riserve che deve essere investita in titoli pubblici o altri crediti dello Stato a basso interesse. Analoghe osservazioni possono farsi per l'industria delle assicurazioni. In questi par-

(27) L'argomento è stato molto chiaramente illustrato per la industria bancaria italiana da C. BACCIANI-TURRONI, *Capitali disponibili, saggio dell'interesse, costi bancari*, in « Rivista Bancaria », maggio-giugno 1946.

ticolari campi la politica dei bassi saggi può diventare controoperante ai propri fini, spingendo a cercare impieghi delle somme temporaneamente disponibili, che assicurino un rendimento netto più alto e maggiore stabilità di potere d'acquisto dei titoli pubblici e in genere degli investimenti a reddito fisso. Lo Stato neutralizza questi effetti solo con norme coercitive, che poi sconta con un peggioramento dell'attività, efficacia e risultati di queste imprese, o in altre forme.

19. - Accenniamo ora brevemente agli altri quesiti indicati nella parte I. Può il ribasso artificiale dell'interesse considerarsi uno strumento della politica di redistribuzione a favore delle classi meno abbienti? cioè contribuire direttamente ad aumentare la quota del reddito nazionale destinata a salari e stipendi? Le teorie classiche, e in sostanza le teorie socialiste dialetticamente da esse derivate, porterebbero a rispondere affermativamente, partendo dalla premessa che il prodotto sociale si ripartisce aritmeticamente fra rendita, profitto ed interesse, e salario; per cui la riduzione della parte del prodotto totale assegnata ad uno di questi gruppi di redditi, meccanicamente si risolve in corrispondente aumento degli altri; e viceversa ogni aumento. La teoria sembrerebbe trovare conferma nei fenomeni del recente periodo bellico (per alcuni mercati) ed in quelli del dopoguerra, in molti Paesi, in cui la parte del reddito nazionale, costituita da salari e stipendi ed in generale da remunerazioni dell'attività personale, ha raggiunto proporzioni assai maggiori che nel passato, in relazione ai rapidi accentuati aumenti dei salari e stipendi unitari nel corso degli ultimi 4 anni. Tuttavia la concomitanza fra ribasso dell'interesse ed aumento dei salari nominali, propria di questo periodo, non è dovuta ad un rapporto causale tra il primo fenomeno e il secondo, bensì a fattori prevalentemente monetari, che hanno agito su ambedue; in precedente periodo, nella fase discendente della congiuntura 1929-1935 si erano osservati rapporti ben diversi: i saggi d'interesse erano ribassati, ma contemporaneamente erano diminuiti i salari nominali e (in minor misura) reali, e l'occupazione. Non si può d'altra parte

escludere che la diminuzione artificiosa, politica, dei tassi eserciti un'influenza sull'aumento dei salari; ma solo attraverso rapporti più complessi, mediati, non uniformi, di quelli supposti dai classici. In primo luogo, attraverso il meccanismo finanziario: la minor spesa per il servizio del debito pubblico consente di attenuare la pressione delle imposte sui consumi sulle classi salariate e stipendiate, e di dedicare una parte maggiore delle entrate tributarie a servizi utili a queste classi. Ma il fatto più importante sta in ciò, che gli stessi procedimenti che permettono di ribassare e di mantener basso il saggio d'interesse — *in primis* la creazione di nuova moneta statale e bancaria — forniscono allo Stato i mezzi per accrescere le spese assistenziali e previdenziali, per aumentare le remunerazioni ai propri dipendenti; per eseguire lavori pubblici e riparazioni che accrescono la domanda di lavoro, facendo aumentare i salari (od impedendone la diminuzione); si riflettono in aumento dei depositi che crea la possibilità di ulteriore dilatazione della moneta bancaria impiegata dagli imprenditori in domanda di lavoro e pagamento di salari. E' il medesimo complesso di cause che agisce sul ribasso dei tassi e sull'aumento dei salari; ma è processo artificioso e temporaneo, estraneo al meccanismo della distribuzione del reddito sociale quale era stato costruito dai classici. Inoltre, la politica del basso saggio, riducendo ed irrigidendo i saggi nominali d'interesse in periodi di aumento dei prezzi, accresce il profitto degli imprenditori che prendono capitali a prestito e che lucrano, a danno dei risparmiatori, la differenza fra saggi nominali e saggi reali, come si è accennato; rende perciò convenienti maggiori iniziative ed attività che pure si riflettono in maggior domanda di lavoro ed in maggiori salari. Ma anche in questo caso le ripercussioni del basso saggio sui salari sono mediate, subordinate agli effetti che questo ha sul profitto e dovute a condizioni dinamiche temporanee, diverse dai rapporti su cui era basata la teoria classica. Stabilizzandosi il livello dei prezzi, cessando la creazione di nuova moneta, i saggi nominali tendono a diventare uguali a quelli reali o addirittura a superarli; spari-

scono i vantaggi che ne traevano gli imprenditori; solo con norme coattive potranno mantenersi l'occupazione artificiosa ed il salario cui il fenomeno aveva dato luogo. Inoltre, la creazione di nuova moneta, che serve allo Stato per ribassare i saggi, aumenta anche i mezzi di pagamento impiegabili dagli imprenditori in domanda di lavoro e pagamento di maggiori salari. Siamo fuori della ipotesi classica, che si riferiva all'economia normale, di stabilità monetaria, in cui i rapporti di distribuzione non sono alterati e deformati dall'inflazione e dai vincoli amministrativi di cui si è servito lo Stato per aggravare e mantenere il ribasso dei saggi.

Dobbiamo porre il problema in condizioni di stabilità monetaria in cui, supposto ristabilito l'equilibrio del bilancio, cessi la creazione artificiosa di nuova moneta: potrebbe, in tali ipotesi, la riduzione artificiale dei saggi di per sé stessa aumentare il livello dei salari e l'occupazione? I danni sembrano superare i vantaggi. E' convenienza delle classi salariate ed impiegate che nel mercato si formi la quantità maggiore possibile di risparmio e che essa si impieghi negli investimenti più redditizi in termini di beni reali e monetari (che tendono allora a coincidere). Solo in grazia di questo incremento « ottimo » e continuo del prodotto può in modo sostanziale e durevole migliorare e mantenersi con l'aumento dei salari il tenore di vita delle classi operaie ed impiegate, il quale — cessati i riformamenti gratuiti ed i prestiti esteri consuntivi — deve trovare nel prodotto nazionale la sua fonte ed i suoi mezzi. La politica di ribasso dell'interesse non accresce di per sé stessa il risparmio formato ed offerto od investito; riduce anzi le quote dovute ai gruppi marginali che risparmiano tenendo conto del reddito lucrabile sul risparmio. Favorisce impieghi meno produttivi e redditizi, in quanto rende accessibile a pari condizioni di favore il limitato capitale disponibile ad imprenditori buoni e cattivi, allontanando il mercato dalla « distribuzione più economica » del capitale esistente e così compromettendo l'occupazione massima nei periodi successivi. Inoltre, come il Fede-

rici ha opportunamente messo in rilievo (28), tale politica spinge gli imprenditori, nella scelta dei fattori di produzione *alternativi*, fino ad un certo punto *intersostituibili*, a preferire l'impiego dei mezzi tecnici riducendo quello del lavoro umano, in quanto rende meno costoso il capitale occorrente all'acquisto di impianti, macchine, materie, in confronto dei salari aumentati. Ma, a mio parere, le conseguenze più importanti sono quelle che riguardano la formazione di risparmio trasformabile in fattori produttivi e domanda di lavoro. Dobbiamo tener conto che, stabilizzata la quantità ed il potere di acquisto della moneta, i saggi soggettivi di preferenza per i beni attuali, degli individui, non sono più abbassati artificiosamente dalle condizioni monetarie di cui — come si è visto — lo Stato si era servito; vengono perciò a trovarsi, in proporzioni sempre più larghe, in contrasto con i bassi saggi imposti al mercato dalla politica. La quale, sotto questo aspetto, tende a deprimere, anziché aumentare, occupazione e salari. Concludendo, il ribasso artificioso dell'interesse non ha *determinato*, se non per secondarie e limitate influenze, l'aumento dei salari: è stato il risultato concomitante del processo inflazionista. La *redistribuzione* ottenuta accrescendo la quota del reddito nominale globale, costituita da salari e stipendi, è stata conseguita ed alimentata soprattutto con la creazione di nuova moneta statale bancaria; resta a vedere che cosa avverrà quando tale creazione cesserà.

20. - Caratteristica della finanza dell'ultima guerra sono stati grandiosi spostamenti internazionali di capitali in forme diverse dalla tradizionale stipulazione di prestiti ad interesse, ancora prevalente nel primo conflitto mondiale. Lungo sarebbe analizzare queste forme, che in parte si sono riprodotte e mantenute nel dopoguerra e continueranno con gli aiuti dell'E.R.P. (29). Il prestito internazionale di

(28) L. FEDERICI, *Sulla convenienza e possibilità di una politica di basso saggio*, cit., pagg. 21 e 22.

(29) E' necessario considerare tanto gli spostamenti effettuati in base al sistema « affitti e prestiti » in senso diretto e in senso inverso; quanto quelli derivanti da prestiti gratuiti (doni) o senza

tipo « economico » si basa essenzialmente sulle differenze dell'interesse e quindi del rendimento netto del capitale prestato, nei mercati debitore e creditore (30); esso perciò funziona come processo equilibratore dei saggi, che tende a ridurre nei mercati mutuatari ed aumentare in quelli creditori; attenuando le differenze ed operando una migliore distribuzione internazionale dei capitali, in relazione alle divergenze dei rendimenti netti.

Già la sostituzione di criteri *politici* a quelli economici nella stipulazione dei prestiti altera questi caratteri ed effetti, in quanto porta a modificare le condizioni *economiche* del prestito internazionale (a conceder prestiti che

interesse o concessi ad interesse di favore, inferiori a quelli correnti; quanto, infine, gli spostamenti resi possibili da coazioni delle autorità occupanti: requisizioni non pagate, estorsioni di fattori produttivi tecnici ed umani, trasportati da un mercato all'altro; importazioni ed esportazioni in conto compensazioni che non sono state pagate, ecc. In tutti i casi lo spostamento si risolveva in concreto in trasferimenti di beni *attuali* (merci, servizi, mezzi di pagamento) e perciò diminuiva il flusso dei prodotti immediatamente utilizzabili dal mercato donatore, prestatore, esportatore, ecc. senza assicurargli controprestazioni attuali o future. La rigidità dei tassi di interesse ha impedito che questi spostamenti reagissero, come sarebbe *economicamente* necessario, sull'apprezzamento comparato dei beni attuali e futuri.

(30) Apparentemente quindi la convenienza del prestito internazionale risulta dal fatto che, a parità di prezzo di emissione, durata, sicurezza, il saggio d'interesse netto pagato all'estero è *più basso* di quello che dovrebbe pagarsi per il prestito all'interno. E' questo però soltanto un indice di condizioni sostanziali della bilancia dei pagamenti e della struttura produttiva dei mercati contraenti, almeno in tutti i casi in cui il trasferimento del capitale prestato, degli interessi e quote di ammortamento, si risolve in trasferimento di prodotti e servizi dal mercato mutuante a quello debitore, direttamente o attraverso terzi mercati (e viceversa). Per cui il giudizio su tale convenienza investe la capacità produttiva in rapporto all'aumento delle esportazioni che dal prestito deriverà, l'impiego dei beni ricevuti e le trasformazioni cui darà luogo nei rapporti internazionali, le condizioni della bilancia dei pagamenti dei due Paesi, ecc., condizioni che possono rendere non conveniente il prestito internazionale anche quando sussistono sufficienti differenze nei tassi e nella disponibilità di capitale monetario.

non sarebbero economicamente convenienti, a concederli ad un tasso, durata, ecc., peggiori di quelli convenienti per un prestito puramente economico ecc., a non stipulare prestiti che sarebbero invece convenienti, ecc.); per cui le ripercussioni sui tassi e sulla distribuzione dei capitali risultano modificate da elementi non economici; ma si tratta ancora di deviazioni relativamente limitate. Assai più profonde e vaste risultano invece quelle derivanti da spostamenti che prescindono completamente dai tassi di interesse e rendimento netto e rispondono a criteri e moventi puramente politici o politico-economici a lunga scadenza. All'azione tendenzialmente equilibratrice dei saggi nei vari mercati si sostituiscono in tal caso effetti che possono in parte influire nello stesso senso, ma in proporzioni disuguali per i vari Paesi fra i quali i trasferimenti avvengono, ed intrecciati ad altri effetti politici ed anche economici, che richiedono di volta in volta una indagine induttiva particolare, non potendo essere dedotti dalla teoria economica dei prestiti internazionali. Nei casi di trasferimenti coattivi di fattori di produzione, requisizioni non pagate, ecc., le conseguenze economiche possono anche contrastare con quelle definite dalla teoria, specie per quanto riguarda i tassi di interesse (31).

21. - Un altro fenomeno, che nel periodo bellico e postbellico ha assunto — secondo diffusa opinione — proporzioni anormali, appare connesso alla politica del basso saggio: la tesaurizzazione di biglietti e di beni reali (oro, gioielli ed altri beni di tesaurizzazione-consumo). Ritengo che nelle valutazioni a questo proposito si sia incorso in alquante esagerazioni; i dati risultanti dalle operazioni di « cambio della moneta » non hanno fornito informazioni precise in materia, come si pretendeva. Ad ogni modo, può ammettersi che il fenomeno della tesaurizzazione in questo periodo abbia assunto — come già durante grandi guerre del passato — dimensioni eccezionali e, per quanto riguarda la moneta le-

(31) Per considerazioni più diffuse sull'argomento v. *La finanza della guerra e del dopoguerra*, cit. al cap. XXI (Prestiti e contributi dall'estero).

gale, probabilmente superiori a quelle del passato. Quale influenza ha avuto su di esso la politica del basso saggio? Presumibilmente affatto secondaria quella relativa alla tesaurizzazione di beni reali, dominata dalla preoccupazione della svalutazione della moneta legale e dal fine di conservare un potere d'acquisto relativamente costante o comunque più stabile di quello rappresentato da depositi, prestiti, valori stilati in moneta legale. Di fronte a questo scopo e alle perdite di capacità d'acquisto che si temevano per la moneta legale, la rinuncia all'interesse sulle somme tesaurizzate rappresentava un fattore quasi trascurabile. Non si può negare d'altra parte che l'impossibilità di scontare nel saggio nominale d'interesse la diminuzione del potere di acquisto del capitale monetario nel periodo di durata del prestito, abbia indotto molti risparmiatori ad impiegare in queste forme improduttive un capitale che probabilmente sarebbe stato impiegato in depositi o prestiti in moneta legale, se avessero potuto ottenere su di esso un alto saggio d'interesse. Maggiore è presumibilmente stata l'influenza della politica sulla tesaurizzazione della moneta legale, la quale non garantiva in alcun modo contro i rischi di svalutazione, anzi li aumentava per il periodo futuro in cui i biglietti tesaurizzati sarebbero riaffluiti nella circolazione effettiva, ciò che presto o tardi doveva pur avvenire. In questo caso si trattava di risparmiatori che dimostravano di conservare piena fiducia nella moneta legale: la tesaurizzazione può spiegarsi solo con la preoccupazione di non rivelare disponibilità che potevano provenire da operazioni *ex lege*, di conservarle in una forma al portatore in un periodo in cui la forma del titolo nominativo diventava obbligatoria per molti altri investimenti, dalla vaga nozione di una maggior sicurezza del capitale monetario tenuto direttamente presso di sé, dalla certezza di poterlo usare immediatamente, in qualunque momento se ne fosse presentata l'occasione, in quegli acquisti di beni di investimento o di consumo che fossero apparsi più convenienti o necessari. Ma a queste esigenze potevano ben provvedere buoni o cambiali del Tesoro a breve e brevissima durata, esenti da imposte, conser-

vati nella forma al portatore, rigorosamente rimborsati alla scadenza quando il possessore lo richiedesse. Non era impossibile trovare un punto di indifferenza, cioè un saggio sufficientemente alto, oltre il quale diventasse più conveniente della tesaurizzazione l'impiego in queste forme di debito pubblico. Perciò il basso saggio, riducendo gli incentivi a cedere momentaneamente i biglietti disponibili — *coeteris paribus* — ha indubbiamente contribuito ad aggravare la tesaurizzazione della moneta legale, specie nei risparmiatori più sensibili alle attrattive di un alto rendimento, accentuando la svalutazione nei periodi successivi in cui il timore di « cambio della moneta », le cresciute imposte, ma soprattutto il rapido aumento dei salari e dei prezzi, di altri fattori di produzione e ricostruzione, materie prime, concimi, prodotti contro le malattie delle piante, strumenti, ecc. hanno richiamato e riassorbito nella circolazione effettiva i biglietti tesaurizzati.

22. - In complesso, le considerazioni esposte portano a dubitare della convenienza economica della politica di basso saggio, che ha dominato nella finanza bellica ed è stata mantenuta nel dopoguerra. Essa ha bensì consentito ai governanti di superare brillantemente i problemi *attuali* del finanziamento dello Stato in questo

periodo, ma peggiorando le condizioni della ricostruzione postbellica; contribuendo ad accentuare la convenienza e tendenza al consumo immediato del prodotto nazionale in un periodo in cui era invece necessario massimizzare la quota destinata a ricostituzione del capitale e dei redditi futuri; indebolendo i mezzi e gli stimoli alla formazione di nuovo risparmio reale; accentuando le tesaurizzazioni di moneta legale, ritardando la ripresa del reddito reale, attuando una redistribuzione illusoria che darà inevitabilmente luogo a nuovi contrasti e conflitti, quando cesserà la creazione artificiale di nuova moneta e verranno meno rifornimenti gratuiti e prestiti di favore da parte dell'estero.

L'avviamento e il ritorno ad una economia normale, al risanamento finanziario ed alla stabilizzazione monetaria, consigliano di abbandonare le manovre monetarie, le bardature amministrative con cui si è — con tanti altri — artificiosamente regolato questo gruppo di prezzi, e di lasciare che la ripartizione fra reddito consumato e reddito risparmiato nelle economie private torni ad essere dominata dalle fondamentali forze economiche di cui il saggio d'interesse è parte ed espressione.

GINO BORGATTA