

Gli sviluppi della politica monetaria inglese nel 1951

I mutamenti intervenuti nella politica monetaria inglese dopo il cambiamento di Governo dell'autunno 1951 sono stati per lo più presentati come se segnassero un rovesciamento rivoluzionario. In realtà un rovesciamento del genere non c'è stato. Però, si sono piantate le unghie addosso alla vecchia politica e con certi mutamenti tecnici si è sgombrato il terreno per un'azione radicale nell'ipotesi che un tal passo dovesse alla fine apparire desiderabile.

I.

Le radici dell'attuale politica monetaria risalgono all'inizio del periodo postbellico, allorchè si optò deliberatamente per bassi saggi d'interesse ad onta di un'estrema scarsità di capitale. I motivi di un tale indirizzo non sono mai chiaramente emersi — probabilmente giocarono tutt'insieme preoccupazioni per il costo del servizio del debito pubblico, un senso di avversione per la parallela esperienza del 1920, il ricordo delle condizioni prevalenti dopo il 1930 e, sul piano politico, l'antipatia per gli alti redditi « rentier ». Comunque oscure possano apparire le motivazioni, altrettanto netto fu l'indirizzo concreto. Gli accorgimenti tecnici intesi ad assicurare una provvista di cassa completamente elastica, e con ciò a bloccare i tassi a breve termine a livelli estremamente bassi, vennero applicati senza esitazioni nè tentennamenti di sorta. Pari successo non ebbero i tentativi per bloccare i saggi d'interesse a più lungo termine; ma l'azione esercitata dai bassissimi saggi a breve fu sufficientemente forte da impedire fino al 1949 (allorchè si dovette accettare una base precaria del $3\frac{1}{2}\%$) che il tasso a lungo termine salisse in misura sensibile al di sopra del livello di guerra del 3%. Siffatta struttura dei tassi fu rafforzata dall'anormale liquidità delle banche commerciali. Per queste,

fino alla fine del 1950, il volume delle partite attive relativamente illiquide (investimenti in titoli pubblici e « anticipazioni » alla clientela) rispetto al totale dei depositi non fu mai sensibilmente superiore al 50%, contro la media normale del 65-70% degli anni anteriori al 1939. In realtà esse potevano alimentare la continua espansione delle « anticipazioni » trasferendo alle autorità monetarie adeguate quote di Cambiali del Tesoro in contropartita di mezzi liquidi; e fin quando una tale situazione fosse perdurata, la crescente domanda di crediti commerciali poteva essere soddisfatta senza che le Banche ne risentissero pressioni a vendere titoli pubblici a non breve scadenza e quindi a spingere al rialzo il tasso a lungo termine. È vero che, in ipotesi, le banche avrebbero anche potuto coltivare previsioni ribassiste e ridurre quindi, ad onta della loro elevata liquidità, gli investimenti in titoli pubblici; mentre, per contro, previsioni neutrali quanto al corso futuro dei tassi le avrebbero spinte — perdurando la loro anormale liquidità — ad espanderli. Di fatto, però, sembra, che esse abbiano preso un indirizzo di compromesso, astenendosi dal premere sul mercato in un senso o nell'altro, ma conservando i portafogli titoli più o meno immutati, almeno nella consistenza globale, per un periodo notevole (1). L'indirizzo più o meno neutrale in tal modo seguito dalle banche commerciali anormalmente liquide corrispose — è lecito supporlo — ai desiderata delle autorità monetarie, ed esercitò per lo più un'influenza stabilizzatrice sui saggi a lungo termine entro l'ambito del $3-3\frac{1}{2}\%$.

(1) Probabilmente, nell'interno dei vari portafogli, vi furono rimaneggiamenti a favore di più brevi scadenze in taluni anni — di certo durante il 1951 — con ripercussioni sul divario (che ebbe tendenza ad accentuarsi) fra saggi di interesse a medio e lungo termine.

Questa bassa struttura dei saggi d'interesse ebbe pieno vigore per gran parte degli investimenti di capitale intrapresi durante il periodo in esame; così, il tasso applicato dal *Public Works Loan Board* (Amministrazione del credito per opere pubbliche, compresa l'edilizia sovvenzionata) sui mutui ad oltre 15 anni agli enti locali fu soltanto del 3%, e anche i settori nazionalizzati beneficiarono di assai favorevoli condizioni.

Le implicazioni di una siffatta politica di denaro a buon mercato di fronte all'acuta scarsità di capitale probabilmente non furono tutte chiaramente individuate; ma si avvertì almeno la necessità di un diffuso sistema di razionamento della domanda. Sistema che consistette in parte in misure prese nell'ambito della stessa attività governativa sotto il cui diretto controllo fu realizzata una gran massa di investimenti postbellici, e in parte fu attuato dal *Capital Issues Committee* (Commissione per le emissioni di capitali) integrato da parallele « richieste » ufficiali alle banche commerciali. Il controllo così instaurato riguardò la domanda di capitale attraverso i canali non governativi e non limitò in alcun modo la spesa da parte delle imprese di fondi già a loro disposizione. Questi fondi interni, cospicui nei primi anni del dopoguerra, si ridussero gradualmente; e la loro spendita in programmi di sviluppo fu naturalmente limitata dai controlli e altri ostacoli esistenti per l'assegnazione di determinati materiali. Il controllo dei prestiti, da parte del *Capital Issues Committee* e delle banche, fu in genere circoscritto ai mutuatari per più di 50.000 sterline all'anno; ne rimase quindi esente la numerosissima massa delle piccole aziende operanti nei più svariati settori economici. Il controllo venne esercitato sulla base di una serie di direttive emanate dal Cancelliere dello Scacchiere, mediante le quali si indicavano in termini piuttosto generali le categorie di programmi d'investimento da favorire o da sopperire. La lista delle priorità fu variata di tempo in tempo, per quanto abbia sempre mantenuto in posizione preferenziale le industrie esportatrici, la produzione di carbone e di energia elettrica, le iniziative intese a migliorare l'efficienza di industrie « essenziali » e si sia dimostrata contraria al settore dello spettacolo e, da ultimo, al credito al consumo.

La parte sostenuta dalle banche in questo « controllo dei prestiti e degli investimenti » non può essere accertata in termini esatti. Le banche, è vero, ricevettero istruzioni, sotto forma di lettere diramate dal Cancelliere dello Scacchiere (tramite il Governatore della Banca d'Inghilterra) che le informavano delle direttive fissate al *Capital Issues Committee* e chiedevano loro di adottare una politica creditizia conforme a quelle direttive. Ma nessuna sorveglianza fu esercitata nei loro riguardi; si lasciò anzi alla loro iniziativa di prospettare alle autorità monetarie qualsiasi caso dubbio, soluzione cui di fatto si è molto ricorso negli ultimi tempi. Al di fuori di simili consultazioni per casi specifici non vi furono tentativi di assicurare uniformità di condotta pratica fra banca e banca. Divergenze di indirizzo furono in materia inevitabili, qualche banca adottando un orientamento più facile e qualche altra più restrittivo. E indirizzi liberali furono per lungo tempo possibili anche perchè le definizioni delle categorie prioritarie erano così ampie che quasi ogni operazione poteva quanto meno essere mascherata sotto l'etichetta di essenziale per l'efficienza nazionale. Mentre, senza dubbio, taluni banchieri cercarono coscienziosamente di tradurre in atto il controllo nei termini voluti dalle autorità, in altre banche la consapevolezza di un'esigenza del genere non fu particolarmente avvertibile fra i dirigenti periferici fino all'ultimo periodo del 1950 e perfino nella prima fase del 1951. In questo torno di tempo le banche — stando all'opinione generale — furono richiamate severamente al dovere dalle autorità monetarie e nel corso del 1951 i loro quadri presero piena coscienza di un deciso inasprimento del controllo. I banchieri avevano di tempo in tempo, nelle pubbliche dichiarazioni, ripetuto il loro intento di conformarsi ai desideri del Cancelliere; ma ora, finalmente, e senza altri accessori, il controllo divenne universalmente operante e seriamente restrittivo.

II.

Per tutto il periodo in esame le banche, col limitare le « anticipazioni » alla clientela, avevano agito contro i loro interessi immediati, giacchè nessun motivo di liquidità avrebbe loro impedito di espanderle, e il tasso che ne avreb-

bero potuto ricavare avrebbe di molto superato i tassi ricavabili da impieghi di pronto realizzo (2) che le « anticipazioni » potevano teoricamente sostituire. Nei primi anni del dopoguerra, pertanto, i tassi applicati sulle « anticipazioni » continuarono a scendere al disotto del vecchio minimo del 5%, per raggiungere nel 1949 il loro livello più basso, per lo più entro l'ambito del 3½ - 4%. Peraltro, verso la fine del 1949, il collasso del mercato dei titoli pubblici, facendo saltare la norma del 3½% per i titoli a lungo termine, spinse i banchieri ad assumere atteggiamenti un po' più rigidi: se sui titoli governativi si poteva spuntare un tasso del 3½% ed oltre, non valeva la pena di ridurre i tassi alla gente d'affari al disotto del livello cui erano già caduti; onde il processo di riduzione nella struttura degli interessi sugli scoperti cessò.

Nell'estate del 1951, dopo l'inasprimento dei controlli « qualitativi », ma prima che fossero intervenuti sul mercato finanziario ulteriori mutamenti significativi, le banche per la prima volta da venti anni diedero inizio ad una vasta revisione al rialzo dei tassi sugli scoperti. La origine di questa revisione è oscura. Da una parte le dichiarazioni rese dagli stessi banchieri, richiamandosi a continui aumenti nei costi di gestione, diedero ad intendere che la decisione rientrava in un processo generale di aumento delle tariffe bancarie (estesosi in seguito alle commissioni e ad altre voci), che era il portato (invero prematuro) di iniziative prese dalle banche senza alcuna sollecitazione governativa e che le variazioni sarebbero state circoscritte per il momento a clienti che godevano di tassi eccezionalmente bassi. Per converso un portavoce del Governo del tempo, affermando che le banche furono « persuase » ad aumentare i loro tassi attivi nel quadro degli sforzi in atto « per limitare le operazioni meno essenziali di finanziamento », ha dato per implicito che la azione di persuasione sia partita dal Governo. Nè le dichiarazioni dei banchieri secondo cui si sarebbe agito soltanto sui tassi particolarmente favorevoli sembra corrispondano alla realtà, dato che i ritocchi furono di fatto applicati

(2) I cosiddetti « *money market assets* », costituiti da prestiti alla giornata e a brevissimo termine, e da effetti cambiari sia del Tesoro che commerciali.

in modo molto generale. Qualunque sia la verità, il risultato fu che gli oneri per i beneficiari di fidi commerciali subirono finalmente un rialzo, e che le autorità monetarie accettarono la nuova svolta così come avevano accettato l'aumento nei tassi a lungo termine occorso un anno innanzi. Soltanto, esse tennero ancora bloccato a ½% il tasso sulle Cambiali del Tesoro e insieme lasciarono immutati i tassi sui finanziamenti governativi a lungo termine agli enti locali, con la giustificazione che un loro aumento non avrebbe influito sul volume dei programmi di investimento degli Enti stessi ma ne avrebbe soltanto accresciuto il costo.

III.

Dopo il cambiamento di governo a fine ottobre 1951 il nuovo Cancelliere dello Scacchiere decise una serie di misure tecniche che, sebbene non costituiscano una rivoluzione della politica economica inglese, riscossero bruscamente il mercato dello sconto di Londra da un torpore che durava da oltre dodici anni e quanto meno ammonirono che poteva essere imminente un clima monetario radicalmente diverso. I mutamenti operati — e qui sotto illustrati — furono il risultato dell'iniziativa governativa e nessun comparto del mercato fu lasciato in dubbio su ciò che le autorità « si aspettavano » da esso.

Ecco le misure del novembre 1951:

1) Il tasso ufficiale di sconto (il tasso cioè a cui la Banca d'Inghilterra si impegna a scontare la carta ammissibile al risconto) fu aumentato dal 2% al 2½%. Questa variazione che, secondo le regole tradizionali, avrebbe dovuto essere annunciata come decisa dalla Corte dei Consiglieri della Banca d'Inghilterra nella riunione del giovedì e che prima del 1919 sarebbe stata applicata senza preventiva consultazione con il Governo, fu proclamata dal Cancelliere dello Scacchiere. La novità di procedura esprime la diretta responsabilità ora assunta dal Governo.

2) Fu introdotto un nuovo tasso — fissato inizialmente al 2% — a cui la Banca d'Inghilterra è disposta, ove necessario, a prestare per sette giorni al mercato dello sconto contro

garanzia di cambiali del Tesoro. In un certo senso questo nuovo tasso si sostituisce al vecchio « tasso per le anticipazioni », che normalmente era di $\frac{1}{2}\%$ superiore al tasso di sconto e al quale la Banca d'Inghilterra soleva anticipare a 7, 10 e 14 giorni. Poichè, coeteris paribus, il metodo di ottenere assistenza con anticipazioni dalla Banca d'Inghilterra è in generale più conveniente per il mercato, il nuovo tasso del 2% , più che non il formale saggio di sconto del $2\frac{1}{2}\%$, è il tasso effettivo a cui ci si può aspettare che il mercato abbia a rivolgersi alla Banca d'Inghilterra (in gergo, vada « into the bank ») per sovvenzioni temporanee e relativamente limitate. A prima vista potrebbe sembrare che il rialzo del saggio ufficiale di sconto dal 2% al $2\frac{1}{2}\%$ non sia stato di alcun rilievo: per il mercato, si sarebbe anzi avuta una riduzione giacchè il saggio per le anticipazioni scendeva al 2% rispetto al $2\frac{1}{2}\%$ vigente in precedenza (con efficacia puramente teorica). Un tale assunto, però, trascurerebbe l'importanza del saggio ufficiale come « indice » e « l'effetto d'urto » conseguente al suo rialzo per la prima volta in dodici anni.

3) Il mercato fu colpito in una forma più diretta mediante l'arresto del meccanismo automatico con cui la Banca d'Inghilterra alimentava la liquidità della banche, per così dire, dalla « porta riservata ». Il sistema secondo cui l'operatore della Banca d'Inghilterra (da oltre dodici anni) era sempre disposto ad acquistare dal mercato Cambiali del Tesoro al prezzo di $\frac{1}{2}\%$ all'anno — sì da bloccare il tasso a questo livello — venne sospeso. Un tasso ufficiale di sconto completamente inefficace (formalmente in vigore solo all'« ingresso principale » della Banca d'Inghilterra) fu in tal modo sostituito da un nuovo tasso di anticipazione (2%) che la Banca d'Inghilterra minacciava di rendere operativo in qualsiasi momento senza preavviso. In effetti, il suo operatore ha continuato ad intervenire con frequenza sul mercato, sì da mantenere il tasso di mercato leggermente al di sotto dell' 1% (fino al febbraio 1952); ma di tanto in tanto egli si ritira e così permette che il mercato sia costretto a rivolgersi alla Banca d'Inghilterra nella forma un tempo usuale, a prendere cioè a prestito per sette giorni al 2% . Sembra che questa azione

intermittente sia svolta sia per rialzare i tassi quando tendono a recedere notevolmente al di sotto di 1% , sia semplicemente per rendere gli operatori abituali memori delle possibilità e della procedura da seguire in un mercato flessibile. Sotto questo profilo essa rientra nel programma generale di ridare elasticità ad un mercato che si era quasi atrofizzato.

4) I saggi per i prestiti alle autorità locali furono aumentati dal 3% al $3\frac{3}{4}\%$ per le operazioni ad oltre 15 anni e dal $2\frac{1}{2}\%$ al 3% per le operazioni da 5 a 15 anni. I nuovi tassi riflettevano la situazione allora prevalente sul mercato dei titoli pubblici; nel febbraio 1951, in seguito ad un'ulteriore considerevole caduta delle quotazioni dei titoli pubblici, quei tassi subirono un ulteriore ritocco, giungendo per le operazioni a più lunga scadenza fino al $4\frac{1}{2}\%$.

5) Un cospicuo volume di Cambiali del Tesoro fu sostituito con effetti a scadenza meno prossima, adatti per gli enti detentori. A costoro fu offerta la possibilità di convertirle — fino ad un importo globale di un miliardo di sterline — in un nuovo prestito all' $1\frac{3}{4}\%$ (« Serial Funding Stocks ») con scadenza al 14 novembre 1952, 1953, 1954. Per 450 milioni di sterline la conversione avvenne con scadenza nel 1952; per 200 milioni, con scadenza nel 1953; e per 350 milioni con scadenza nel 1954. Si abbia presente che i primi 450 milioni saranno rimborsabili nel novembre prossimo. È ovvio che alle banche fu indicato il volume di Cambiali del Tesoro di loro proprietà da convertire; di fatto, una quota di circa 500 milioni della nuova emissione venne ad esse assegnata. E giacchè i nuovi titoli sono classificati nei bilanci bancari sotto la voce « investments » e non come partite ad alta liquidità (« money market assets »), la conversione eliminò di un sol colpo il grosso dell'anormale liquidità delle banche commerciali.

6) Le banche commerciali rialzarono i tassi sui depositi a tempo da $1\frac{1}{2}\%$ a $3\frac{1}{4}\%$.

7) Il Presidente e il Vice Presidente della Associazione Bancaria inglese diramarono per mezzo della stampa una lettera in cui, richia-

mandosi alle affermazioni del Cancelliere dello Scacchiere, avvertivano gli affidati che « domande di prestito saranno considerate con criteri sempre più severi e che il ricorso alle banche tenderà a diventare più costoso », e sollecitavano il pubblico a collaborare « esaminando con la massima attenzione gli scopi per cui si domandavano nuovi crediti e astenendosi dal richiedere qualsiasi fido che non fosse per scopi essenziali ». Un tal monito non ha precedenti; bisogna quindi supporre che sia stato se non ufficialmente ispirato, almeno ufficialmente approvato e bene accolto, ed abbia costituito parte integrante del processo « di governo del credito con mezzi esortativi ». Si ritiene che le Banche abbiano in breve tempo tradotto in pratica la minaccia di rendere più costoso il ricorso alle loro casse, aumentando i tassi applicati ad una parte della clientela di un altro $\frac{1}{2}\%$.

8) Istruzioni furono impartite anche al *Capital Issues Committee*. In particolare fu disposto che « dovesse essere data netta priorità ai programmi che sono essenzialmente e positivamente connessi coi piani di riarmo, di propulsione delle esportazioni verso mercati interessanti, di sostituzione di prodotti di importazione soprattutto dall'area del dollaro, e di rimedio a deficienze fondamentali specie di materie prime... ». Dovevano invece essere scoraggiati «... progetti di produzione di beni non essenziali, soprattutto se destinati al mercato interno e comportanti largo uso di metalli». Un'innovazione eccezionale fu introdotta con la seguente frase: « Inoltre, quando sia richiesta l'approvazione di mutui a lungo termine intesi a rimborsare anticipazioni bancarie già ottenute, il fatto che l'anticipazione sia già stata utilizzata non deve pesare sulla decisione del Comitato, il quale deve aver riguardo principalmente all'ammissibilità delle iniziative finanziate da interventi bancari o che a suo tempo saranno rese possibili dalle operazioni di consolidamento ». Data la prevalenza di finanziamenti bancari provvisori a sostegno di iniziative di sviluppo di impianti fissi (in attesa della copertura definitiva con fondi a lungo termine), la disposizione riportata dovrebbe congelare molti prestiti già concessi dalle banche prima dell'ultima più rigorosa specificazione delle operazioni

consentite o in tempi di più rilassato controllo. Invero, l'unico suo possibile obiettivo (posto che l'iniziativa di sviluppo di impianti fissi è già stata per definizione intrapresa) dovrebbe essere di sgomentare i banchieri e lasciarli carichi di partite immobilizzate. Ma si stenta a credere che tale possa essere stato l'intento del legislatore; onde è legittimo supporre che sia occorso un errore di formulazione, supposizione rafforzata dal fatto che, dopo un'accoglienza di meravigliata disapprovazione, l'innovazione sembra sia stata, almeno agli occhi degli estranei, silenziosamente dimenticata. Ciò che rimane di ben preciso delle nuove istruzioni è una più rigorosa definizione degli impieghi consentiti, l'ampliamento di quelli specificamente disapprovati, e la fermezza di tono nel pretendere l'obbedienza delle banche.

IV.

Quali sono gli elementi essenziali del programma così delineato? A nostro parere, si riassumono in tre punti:

a) l'anormale liquidità della banche è stata eliminata dall'operazione di conversione e dagli occasionali rifiuti della Banca d'Inghilterra di provvedere alle banche fondi di cassa « per la porta riservata »;

b) i mutuatari intenzionali sono stati chiaramente ammoniti della possibilità di non riuscire ad ottenere i fondi necessari nè dalle banche nè da altre fonti, a meno che le finalità delle loro iniziative non rientrino nell'ambito di quelle approvate nelle ultime istruzioni del *Capital Issues Committee*;

c) i saggi d'interesse sono stati aumentati in forma generale. La carta del Tesoro è su una base di circa $1\frac{1}{2}\%$ per gli effetti a tre mesi fino a $4\frac{1}{4}\%$ per i prestiti a lungo termine (contro minimi in questo dopoguerra di $\frac{1}{2}$ - $2\frac{1}{2}\%$; e, all'inizio del 1950, di $\frac{1}{2}$ - $3\frac{1}{2}\%$). I tassi sui prestiti bancari sono per lo più distribuiti entro l'ambito del 4-5% (contro $3\frac{1}{2}$ - 4% di pochi mesi innanzi).

Il quadro non sarebbe completo senza l'aggiunta di un quarto, sia pur meno tangibile, mutamento: il nuovo grado di incertezza. Le autorità non hanno precisato la loro politica in tutti i dettagli e non è sicuro quindi fin dove

esse intendano arrivare con l'aumento dei tassi d'interesse, con le restrizioni del credito, o con la continuazione del sistema delle esortazioni. In realtà non è chiaro che esse abbiano fino ad oggi (febbraio 1952) preso decisioni definite in materia.

V.

Questo complesso di misure è stato da taluno considerato come restaurazione di normali condizioni per il sistema bancario, come eliminazione di combustibile inflazionistico e come preparazione per una politica di denaro molto più caro per il caso che ciò dovesse alla fine risultare necessario. Lungi dall'essere un ritorno al « normale », le misure tecniche prese sono senza precedente; in particolare, il continuare a insistere su controlli ed esortazioni ufficiali può difficilmente essere considerato come ripristino di un normale mercato. Ma almeno sotto un rispetto qualcosa di simile alla situazione normale è stato ripristinato, e ciò per quel che riguarda la liquidità delle banche commerciali. Il trasferimento di circa 500 milioni di sterline dalle Cambiali del Tesoro agli investimenti in titoli pubblici ha avuto per effetto di ridurre dal 39 al 32% il rapporto tra poste attive liquide e depositi (la cosiddetta « *liquid assets ratio* ») e di elevare dal 56 al 64% la percentuale ai depositi della somma delle « anticipazioni e dei titoli pubblici (« *investments plus advances ratio* »). Poiché per il momento (febbraio 1952) la richiesta di « anticipazioni » continua ad aumentare (soprattutto a causa dei rialzi di prezzo) è probabile che quei rapporti debbano ulteriormente spostarsi verso 30-70 rispettivamente. L'importanza di un tal movimento sta nel fatto che nel periodo tra le due guerre mondiali le banche solevano sentirsi a disagio se la cosiddetta « *liquid assets ratio* » cadeva intorno al 30%, o se per converso, come qualche banchiere preferiva dire, il rapporto delle poste attive illiquide toccava il 70%. A questo rapporto del 30-70% si è dato da ultimo molto rilievo; ed è evidente che i banchieri ne sono ben consci — forse qualche monito da parte delle autorità centrali gli ha dato la stessa solida base del rapporto di cassa dell'8%. Una volta raggiunto il limite tradizionale e posto che un'espansione del totale dello

attivo è probabilmente preclusa dalla politica ufficiale di restrizione nella provvista di cassa, le banche si troveranno costrette a vendere titoli pubblici per procedere ad ulteriori « anticipazioni » alla clientela nei rami di attività consentiti. In realtà si ritiene che già una o due banche abbiano avuto necessità di vendere titoli governativi di prim'ordine. Da ciò derivano due importanti conseguenze: 1) si è posta fine alla pressione ad espandere le « anticipazioni » alla clientela in atto presso le banche da molti anni (e base in parte della loro gestione); 2) è probabile che le banche siano in avvenire venditrici, non compratrici, di titoli pubblici nel mentre che prezzi in rialzo e produzione per il riarmo danno luogo a nuove domande di fido.

È soprattutto con il ripristino del rapporto del 30-70 che le autorità monetarie hanno piantato le unghie nel controllo dell'attività creditizia delle banche. « Direttive » da parte del Cancelliere dello Scacchiere erano state reiteratamente impartite e le banche avevano ripetutamente assicurato la loro cooperazione per contenere « i prestiti non essenziali »; ma fino ad oggi non c'era stata alcuna pressione sulle banche atta a costringerle a vendere titoli pubblici se volevano espandere le « anticipazioni ». Ora per la prima volta le banche hanno un forte incentivo a contenere lo sviluppo delle « anticipazioni » e le autorità hanno loro indicato in quali direzioni devono applicare l'indirizzo restrittivo. Questo continuo controllo — giacché si tratta di controllo ufficiale — non è affatto cosa nuova per il mercato di questo dopoguerra, ma è un aspetto che contrasta con la situazione anteriore al 1939, quando le banche erano per lo più lasciate libere di decidere, su basi di gestione privatistica, le richieste di fido da respingere o da accogliere. Raffrontati a questo inasprimento del controllo diretto sulla attività creditizia, i rialzi nei tassi di interesse sono probabilmente di scarsa importanza nel contenere la domanda monetaria di beni o servizi o nello stimolare il risparmio — ossia, nel contrastare l'inflazione.

Naturalmente, il generale declino delle quotazioni dei titoli ha accentuato per il momento il declino della liquidità del mercato: su un mercato cedente le nuove emissioni sono in larga misura lasciate nelle mani degli enti o

consorzi di collocamento e quelle progettate sono differite. Talché le misure prese hanno avuto per effetto — e fu effetto « d'urto » — di rendere molto più difficile il ricorso al credito sia entro che fuori il sistema bancario, e simile risultato deflazionistico è stato ottenuto senza un considerevole aumento nel costo del debito pubblico. Il Governo si è assicurato un notevole successo senza rimaneggiare sostanzialmente la politica dei tassi d'interesse.

VI.

Per quanto finora (febbraio 1952) coronata da successo, questa politica equivoca di ridurre la liquidità senza sostanziali aumenti nei tassi d'interesse non può continuare per lungo tempo. Una serie di sviluppi nel corso del prossimo anno o poco più costringerà le autorità a procedere ulteriormente nell'una o nell'altra direzione.

1) La caduta nelle quotazioni dei titoli pubblici — cioè il generale rialzo dei tassi di interesse — è in parte conseguenza del timore che abbiano ad intervenire ulteriori misure restrittive, ivi compreso un eventuale inasprimento del tasso ufficiale di sconto. Se ulteriori misure del genere dovessero mancare entro i prossimi mesi, l'incertezza gradualmente svanirebbe e i prezzi dei titoli tenderebbero a rialzare. L'accettazione fino ad oggi di quotazioni in declino fa presumere che un loro rialzo non incontrerebbe il gradimento delle autorità.

2) Prossimamente verranno a scadenza partite del debito pubblico. In particolare, nel prossimo agosto, diventeranno partita liquida (*money market asset*) 450 milioni di sterline del ricordato nuovo prestito di conversione che il Governo dovrà riscattare nel novembre 1952. È probabile che le banche siano di nuovo « richieste » di accettare in conversione carta a più lungo termine; ma esse troverebbero difficoltà a inghiottire una tal soluzione se nel contempo fossero costrette a vendere altri titoli pubblici per mantenere il rapporto 30-70.

3) La domanda di fidi bancari per scopi consentiti quasi certamente continuerà a crescere in misura maggiore delle riduzioni che potranno essere realizzate nei settori messi

all'indice. Riposa questa previsione sui forti aumenti salariali già ottenuti ma non ancora pienamente operanti sui costi delle merci in lavorazione; e ulteriori aumenti salariali sembrano quasi inevitabili. La pressione della domanda di credito — cui si aggiungeranno nuove emissioni di carta governativa per finanziare il disavanzo del bilancio statale — indurrà le banche, stando alle attuali indicazioni, a vendere titoli pubblici già in portafoglio. Ma chi potrà comprarli quando si cerca di far sì che le gestioni aziendali si sentano quanto più possibile illiquide? La « forbice del 30-70 » non funziona da lungo tempo, e quando funzionava molte condizioni erano assai diverse da quelle attuali. Può ben darsi che la fissità della « *cash base* » (volume delle disponibilità di cassa) — se tale è l'obiettivo transitorio della politica ufficiale — abbia a provocare una marcata caduta nei prezzi dei titoli a reddito fisso, ossia un ulteriore pronunciato aumento nel saggio d'interesse a lungo termine; l'alternativa di permettere un aumento della « *cash base* » al fine di impedire vendite di titoli pubblici da parte delle banche sarebbe interpretata sul mercato nel senso che le autorità non intendono instaurare una politica di moneta cara, e perciò i prezzi dei titoli *aumenterebbero*.

In conclusione, la situazione attuale è una situazione di instabilità, instabilità causata dalla presente incertezza su un punto fondamentale: fin dove si spingeranno le autorità sulla via della moneta cara e delle restrizioni creditizie? Ma il mercato dei titoli a lungo termine non può rimanere per molto tempo nelle presenti condizioni: o si avvertiranno sintomi che i propositi ufficiali di ulteriori restrizioni sono vuote minacce, e allora le quotazioni rialzeranno (cioè i tassi a lungo termine scenderanno) a livelli più intonati con i livelli straordinariamente bassi a cui continuano a trovarsi taluni tassi a breve; oppure le autorità dovranno decidersi quanto all'altezza cui intendono rialzare i tassi d'interesse.

Un'idea che è nell'aria è che le autorità debbano mantenere stabile il volume della moneta e « lasciare che il saggio d'interesse trovi da sé il suo livello ». Ma dato che il valore monetario del reddito nazionale è in espansione

e di conseguenza è in aumento la domanda di moneta attiva, questo è un altro modo per dire che bisogna consentire ai tassi d'interesse di salire senza però assumere la responsabilità di decidere fino a quale altezza. Per una posizione del genere gli economisti non possono trovare scusanti: l'attuale volume monetario non ha nulla di sacrosanto, e se si ritiene che più alti saggi di interesse siano desiderabili, si dovrebbe consapevolmente scegliere i livelli a cui è opportuno che i tassi stessi salgano.

VII.

Che cosa debba essere la politica del saggio d'interesse è un altro problema, che non può essere discusso a conclusione di un articolo principalmente dedicato ad aspetti tecnici. Ci sono argomenti sostanziali contro alti tassi, argomenti assai simili a quelli correnti nel 1945. Ma, d'altra parte, molte difficoltà amministrative sarebbero evitate se tutti i progetti di investimenti capitali fossero redatti sulla base di un tasso a lungo termine del 7% anziché di tassi molto più bassi. Anche gli effetti sul risparmio dovrebbero essere accuratamente considerati: c'è stata una cospicua redistribuzione di reddito da quando i tassi d'interesse furono da ultimo portati a livelli sufficienti a richiamare l'attenzione dei risparmiatori, e con tassi decisamente più alti una « campagna del risparmio » svolta fra i minori percettori di reddito potrebbe dare risultati spettacolari. Potrebbe perfino darsi che una politica di alti tassi avesse a rendere possibile un'effettiva espansione dei programmi di investimento, quell'espansione di cui l'Inghilterra ha estremo bisogno. Quanto meno, dovrebbe contribuire a ridurre l'apparato dei controlli amministrativi e delle « direttive dal centro » da cui oggi dipende il nostro sistema economico — e dipende almeno quanto dipendeva un anno e più fa.

Che le misure prese nell'ultima parte del 1951 abbiano determinato un rialzo di $\frac{1}{2}\%$ o dell'1% nei tassi è circostanza che difficil-

mente può essere considerata come un vantaggio netto. Quel rialzo per sé stesso non è sufficiente ad impressionare in sensibile misura quanti hanno in programma sviluppi d'impianti fissi, mentre per converso aumenta il costo per il servizio del debito pubblico. I mutamenti intervenuti hanno creato una situazione di instabilità, di incertezza cui si deve porre fine in un senso o nell'altro; l'alternativa di tassi d'interesse alti o bassi — a mezzo del secolo XX — va risolta prontamente. Forse, il più valido motivo a difesa della via seguita dalle autorità sta nel fatto che al mercato, con una dura scossa, è stata ridata una nuova flessibilità che può almeno consentire il rovesciamento della politica di denaro a buon mercato qualora alla fin fine ci si volesse decidere per una rivoluzione del genere.

R. S. SAYERS

15 febbraio 1952.

P. S. — Successivamente alla stesura del presente articolo (metà febbraio) il saggio ufficiale di sconto è stato ulteriormente aumentato al 4%, e corrispondentemente il tasso per le anticipazioni della Banca d'Inghilterra al $3\frac{1}{2}\%$. Il tasso di mercato per le Cambiali del Tesoro a 3 mesi è passato a $2\frac{1}{3}\%$. Dal canto loro, le banche commerciali hanno aumentato i tassi corrisposti sui depositi al 2%; mentre i tassi che applicano sulle « anticipazioni » alla clientela sono ormai quasi tutti nell'ambito del $4\frac{1}{2}\%$ - 5%. Le quotazioni dei titoli a reddito fisso hanno declinato di poco: il rendimento dei titoli governativi a lungo termine è di circa $4\frac{1}{3}\%$. Severe restrizioni nei fidi bancari sono state sperimentate dai ceti commerciali. Tutto sommato, si è fatto un ulteriore passo moderato nella direzione opposta all'ultra cheap money; l'indirizzo generale rimane comunque essenzialmente il vecchio, imperniato sulla discriminazione del credito, reso peraltro decisamente più efficace e, anche, per il Governo, decisamente più costoso.