

Osservazioni sulla politica monetaria inglese

In un numero precedente di questa Rivista (vol. V, 1952, pagg. 5 e segg.) il prof. Sayers ha illustrato nitidamente i mutamenti intervenuti nella politica monetaria inglese nel novembre 1951 e nel marzo 1952. Ricollegandomi alla sua analisi e soprattutto agli interessantissimi contributi raccolti nei numeri 4, 5, 8 del *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics* (1952) sotto il titolo « *Monetary Policy: A Symposium* » (1) mi sia consentito di aggiungere alcune osservazioni sul nuovo indirizzo, considerato dal punto di vista della strategia economica, e sul possibile avvenire della politica monetaria in un'economia mista o « ibrida ». Gli aspetti tecnici — già chiariti dal Sayers — saranno richiamati solo in quanto abbiano una diretta connessione col problema generale della politica monetaria.

I.

1. — Negli ultimi venti anni la teoria e la politica monetaria sono passate per alterne fasi di fortuna. Giovò al suo prestigio l'opera del Wicksell e la sua tesi che il saggio d'interesse fosse almeno parzialmente un fenomeno monetario. La tesi ebbe « conseguenze sconvolgenti per la comoda nozione neo-classica che il tasso d'interesse sapesse automaticamente assicurare la stabilità economica in un equilibrio di piena occupazione; giacchè iniziò la frattura fra la teoria del

(1) Il « Symposium » — il cui interesse il presente articolo intende sottolineare in forma quasi di recensione — consta di due studi introduttivi di H. G. Johnson e C. Kennedy e di commenti ad opera di Balogh, Frost, Harrod, Hicks, Kahn, Morgan, Nevin, Paish, Robertson, Robinson, Roosa e Worswick. È un peccato che il Symposium sia stato oggetto di ciò che uno dei suoi partecipanti ha chiamato una congiura del silenzio da parte della stessa stampa inglese.

valore e la teoria monetaria » (2). Sul piano pratico il nuovo indirizzo culminò con la attribuzione alla politica monetaria e bancaria di una funzione chiave per il controllo delle fluttuazioni economiche. Esempio al riguardo è — com'è noto — il *Trattato della Moneta* di Keynes, ove l'intero problema dell'instabilità economica, dei booms e delle depressioni, fu presentato come problema di teoria monetaria. Ivi il Keynes, nelle raccomandazioni di politica economica, patrocinò la causa della politica monetaria non meno vigorosamente di quanto doveva fare l'anno successivo (1931) il *Mac Millan Report* steso per così larga parte sotto la sua stessa influenza. I firmatari del Mac Millan Report, nel sostenere decisamente la convenienza di un'espansione monetaria accompagnata da bassi saggi d'interesse, riconoscevano la difficoltà per la Banca d'Inghilterra di dare corso da sola ad un'espansione « indipendente » in un momento in cui l'economia inglese era strettamente legata con un sistema internazionale. Ma la difficoltà sembrò eliminata allorchè il crollo del regime aureo nel sett. 1931 aprì la strada ad una politica monetaria nazionale; e, di fatto, l'Inghilterra e la maggioranza degli altri paesi si affidarono prevalentemente — per stimolare la ripresa — agli strumenti della politica bancaria e monetaria, e cioè a indirizzi di credito abbondante e a buon mercato.

Le insufficienze che i provvedimenti del genere rivelarono furono dapprima attribuite a difetti operativi delle banche centrali piuttosto che a debolezze intrinseche della linea d'azione prescelta. Con l'aggravarsi pe-

(2) Da una prolusione del prof. H. W. Arndt al Canberra University College sul tema « *The Importance of Money* ».

rò della grande crisi cominciarono i sintomi di dubbio e di ribellione. Nel campo economico fu proprio il Keynes, con la *Teoria Generale*, a dare un serio colpo al prestigio della dottrina e politica monetaria col «rimuovere, ad ogni effetto, dal suo ambito la teoria delle fluttuazioni economiche» (3). Nelle nuove dimostrazioni del Keynes, la efficacia di misure monetarie era esposta ad essere seriamente pregiudicata dagli effetti dell'azione degli speculatori sui prezzi dei titoli e perciò sui saggi d'interesse. Nel campo pratico andò così affermandosi la convinzione che, quali potessero essere stati gli specifici difetti delle varie politiche bancarie e monetarie, il loro punto debole fondamentale stava nella loro insufficienza a controllare, per se sole, il flusso degli investimenti e quindi il livello della produzione e dell'occupazione.

Declinando il prestigio della moneta, i responsabili della politica economica si misero alla ricerca di altre panacee. La scelta cadde sulla politica fiscale, che in un primo tempo fu intesa come elemento di rafforzamento della politica monetaria, in quanto capace di provvedere spese generatrici di reddito ad integrazione degli investimenti privati indotti dal denaro a buon prezzo. Una politica fiscale basata sul finanziamento dei disavanzi di bilancio mediante aumenti nel debito pubblico a breve termine rendeva inoltre possibile un'espansione delle poste attive e dei depositi delle banche e stimolava quindi la riduzione degli stessi saggi di interesse.

All'inizio della guerra la vastità delle esigenze delle finanze pubbliche offrì ai governi ogni incentivo per rendere minimo il peso del debito statale ponendo «in ceppi» (per dirla con il Robertson) il saggio d'interesse. Gli accorgimenti tecnici per tener bloccato il tasso a livelli molto bassi si vennero affinando e l'esperienza così acquisita promosse la convinzione che i pericoli inflazionistici del dopoguerra potessero essere scongiurati con una combinazione di politica fiscale e di controlli diretti. La politica monetaria sembrava destinata ad essere completamente

(3) H. W. Arndt, loc. cit.

soppiantata e il suo prestigio prossimo al nadir. Senonchè, proprio in Inghilterra la politica fiscale, per quanto manovrata da mani coraggiose come quelle del Cancelliere Cripps, non si dimostrò in grado di evitare spiacevoli tensioni inflazionistiche. Identiche furono le esperienze di altri paesi.

La persistenza di situazioni di inflazione attiva o repressa ha finito per ravvivare la tendenza a ricollocare nell'armamentario dei mezzi di controllo lo strumento monetario ormai quasi arrugginito. Di questa svolta la politica inaugurata in Inghilterra nel novembre 1951 è forse l'esempio più significativo.

2. — Volendo riflettere sulle funzioni da attribuire in futuro alla politica monetaria, ci si trova subito di fronte ad una prima domanda: perchè la politica fiscale e i controlli diretti si sono dimostrati incapaci di esercitare un efficiente controllo sull'inflazione?

Quanto alla politica fiscale, una risposta è offerta dal prof. Hicks nel richiamato Symposium (4).

Secondo Hicks l'insuccesso fu dovuto a complicazioni politiche d'un tipo che gli economisti avrebbero dovuto prevedere. «La imposizione fiscale in un paese democratico di tipo occidentale è sempre una fondamentale questione politica; è una delle cose su cui si concentrano i contrasti e le pressioni politiche della comunità» (p. 157). È quindi improbabile che la politica fiscale possa essere usata «con la determinazione e coerenza necessarie per assicurarle il successo come massimo regolatore dell'attività economica» (p. 157). La politica monetaria invece può essere impiegata molto più liberamente senza dover costantemente scendere sull'arena della discussione parlamentare. È questo, nel nostro clima politico, un vantaggio importante. Certo si tratta di un vantaggio che non deve essere sopravvalutato, dal momento che uno degli elementi del sistema monetario, il saggio d'interesse, è esso stesso soggetto a pressioni politiche inibitorie. In-

(4) D'ora in poi i riferimenti al Symposium saranno fatti con l'indicazione tra parentesi della pagina citata.

vero, ogni aumento del tasso di interesse ha sfavorevoli ripercussioni sul bilancio pubblico in quanto aumenta il costo del servizio del debito statale, accresce notevolmente gli affitti delle case municipali (o, se gli affitti sono vincolati, i sussidi a carico del bilancio), e provoca opposizione per gli istintivi risentimenti nei riguardi dei rentiers. Ciò nonostante, è indubbio che la politica monetaria gode in generale di una maggiore libertà di manovra sul terreno politico.

Quanto ai controlli diretti e alle restrizioni creditizie selettive, le loro deficienze sono soprattutto derivate dalle eccessive pressioni cui controlli e restrizioni sono stati sottoposti a causa di una insufficiente disinflazione della spesa pubblica.

I controlli fisici o diretti raggiungono il massimo dell'efficienza quando sono impiegati nei riguardi di vasti aggregati; la loro efficacia diminuisce di molto quando sono applicati a ristretti settori dell'economia. Per usare le parole del prof. Paish, un sistema di controlli fisici «è abbastanza efficace nei confronti di nuove costruzioni edilizie, meno efficace per quanto riguarda riparazioni e modifiche, e presso che inefficiente di fronte alla maggior parte delle spese per impianti fissi e macchinari» (p. 142). Inoltre, aggiunge il Paish, i controlli fisici «stimolano a tesoreggiare. Le aziende produttive tendono a cogliere ogni occasione per acquisire scorte di qualsiasi materia prima o fattore produttivo di cui possa presumersi una situazione di scarsità in avvenire, anche se le scorte esistenti sono pienamente adeguate ai bisogni del momento. Capita così che un'azienda abbia scorte sovrabbondanti di qualche materiale di cui un'altra azienda è a corto, talchè la produzione finisce per abbassarsi al disotto del livello che sarebbe stato possibile raggiungere se le scorte avessero avuto una migliore distribuzione» (p. 142). Ma, certo, l'insuccesso relativo dei controlli fisici è stato di molto aggravato dalla sovrabbondanza di potere d'acquisto caratteristica di uno stato di inflazione repressa, sempre pronta a deviare, attraverso il mercato nero, beni essenziali da impieghi prioritari a impieghi non essenziali.

A loro volta, i controlli selettivi sul credito — che, com'è risaputo, sono esercitati in Inghilterra mediante «lettere» del Cancelliere dello Scacchiere al Governatore della Banca d'Inghilterra, che a sua volta rivolge «richieste» al Presidente dell'Associazione Bancaria — si dimostrarono inadeguati perchè si chiese alla «buona volontà» delle banche commerciali di rinunciare alle occasioni di espandere le loro operazioni più redditizie (i prestiti alla clientela) a spese dei portafogli relativamente poco redditizi di cambiali del Tesoro, senza rafforzare la richiesta con una generale «stretta» creditizia. Ora, fin quando il tasso di interesse delle cambiali del Tesoro rimase bloccato (ad un livello modestissimo) e le autorità centrali si trovarono impegnate a difenderlo, le banche poterono fronteggiare ogni domanda di fido vendendo cambiali del Tesoro alla «porta di servizio» sempre aperta della Banca d'Inghilterra; e così poterono evitare la spiacevole necessità di opporre un rifiuto a clienti meritevoli — secondo i criteri bancari — di essere assistiti.

II.

3. — Ho richiamato le cause delle recenti oscillazioni nel prestigio della teoria e della politica monetaria perchè una prospettiva storica può essere utile per l'individuazione del ruolo da assegnare in avvenire alla politica monetaria. L'esperimento inglese pone in risalto alcune delle difficoltà pratiche e talune delle possibili linee di sviluppo d'una politica del genere.

Nel Symposium di Oxford molti aspetti interessanti di quell'esperimento sono stati esaurientemente discussi con sorprendente divario di opinioni, ma in pari tempo con un *consenso generale sulla necessità di qualche forma di severità monetaria*. Le marcate divergenze di opinioni sono dovute alle solite ragioni: l'opinione di ogni economista in fatto di politica economica riflette il suo credo politico e le sue propensioni psicologiche all'ottimismo o al pessimismo; inoltre ogni raccomandazione programmatica deve basarsi su una diagnosi di quella data situazione e sforzarsi di penetrarne e isolarne le

svariate connessioni causali — compito notoriamente difficile e quindi esposto ai risultati più vari. Volendo, nonostante ogni elemento di giudizio personale, ripercorrere questo terreno per la formulazione di una politica economica, partiamo anche noi dall'assunto che una qualche forma di restrizione monetaria sia indispensabile per assicurare un equilibrio fra i risparmi ex ante e gli investimenti ex ante.

Ora, nel caso inglese, un elemento essenziale da tener presente è che ogni politica monetaria deve essere adattata alle necessità di un'economia mista o « ibrida ». Lo Stato infatti vi ha assunto importanti responsabilità sul piano della piena occupazione e del benessere sociale, responsabilità che implicano programmi di investimenti (case, ospedali, scuole, ecc.) la cui ampiezza deve essere per gran parte determinata prescindendo dal costo dei mezzi di finanziamento; ma proprio per ciò devono essere evitati oneri finanziari eccessivamente gravosi. Inoltre, quando le spese pubbliche impegnano quasi il 35% del reddito nazionale, è obiettivo essenziale che i problemi di bilancio non siano ulteriormente complicati da un pesante servizio del debito pubblico.

Molte fra le critiche rivolte all'attuale politica inglese hanno la loro origine in questo dilemma: come aumentare il costo del credito per il settore privato senza imporre oneri non necessari al settore pubblico? Al riguardo H. G. Johnson nel suo articolo introduttivo al Symposium ha osservato che « nella misura in cui la riduzione di liquidità ottenuta con l'operazione di conversione dell'autunno 1951 è riuscita a distogliere le banche dal trasformare cambiali del Tesoro in prestiti alla clientela, l'aumento del tasso delle cambiali del Tesoro è stato un disincentivo supplementare non necessario ». A suo avviso, sarebbe stata migliore soluzione se la Banca d'Inghilterra avesse usato delle facoltà conferite dalla legge di nazionalizzazione del '46 per concordare con le banche commerciali il mantenimento di un rapporto minimo convenzionale di liquidità del 40%. Con ciò: a) essa avrebbe evitato la necessità di ricorrere all'operazione di conversione e di dover affrontare

i problemi connessi alla scadenza relativamente vicina dei titoli convertiti; b) le banche sarebbero state indotte dalla pressione legislativa o amministrativa sulla loro liquidità a contenere i prestiti alla clientela conformemente ai criteri enunciati dal Tesoro e dalla Banca d'Inghilterra.

L'ingegnoso meccanismo proposto dal Johnson è esposto però a taluni inconvenienti. In primo luogo la sostanza della funzione bancaria è la discrezionalità della gestione dei fidi; discrezionalità che è necessario preservare il più possibile da irrigidimenti. In secondo luogo la proposta Johnson avrebbe probabilmente richiesto dibattiti legislativi e ciò, come ha osservato lo Hicks, avrebbe esposto la politica monetaria allo stesso tipo di difficoltà e di insufficienze lamentato per la politica fiscale. In terzo luogo la scelta delle varie soluzioni non può essere dissociata dal contesto particolare in cui fu presa la decisione di ricorrere a restrizioni monetarie. Lo stimolo immediato al riguardo fu « esterno » nella sua origine, vale a dire provenne da una crisi estremamente grave della bilancia dei pagamenti. Quali possano essere i dubbi sulle ripercussioni interne dell'aumento del tasso ufficiale di sconto, è incontestabile che quell'aumento ebbe come effetto psicologico di imporsi immediatamente all'attenzione internazionale e di restaurare la fiducia nella sterlina sia pure per vie irrazionali. L'ingegnoso meccanismo del Johnson, anche se avesse potuto riuscire all'interno egualmente efficace, non avrebbe avuto così evidente rilievo all'estero come sintomo, anzi come segnale immediato di un più rigido controllo monetario; cosa che invece, data la gravità della crisi dei pagamenti con l'estero, era un ingrediente essenziale di una politica di riparo. Il ricorso alla mistica del tasso ufficiale di sconto era soluzione realistica e quindi meritevole di considerazione se da esso era da attendersi una reazione, sia pure irrazionale, a favore dell'Inghilterra (5).

(5) Non che io creda che gli esperti monetari abbiano ragionato in modo così tortuoso. In occasione della discussione di Bilancio il Cancelliere dello Scacchiere diede purtroppo l'impressione che il pendolo avesse avuto una così ampia oscillazione

All'interno, l'aumento del tasso ufficiale di sconto ebbe una certa influenza psicologica nel determinare un orientamento generale restrizionistico. Alle banche commerciali esso riuscì utile come giustificazione impersonale per intensificare i loro criteri di razionamento del credito (6). Ma esso influi sulla loro disposizione a prestare in una maniera più diretta, ben precisata dal prof. Paish: « un aumento nel tasso ufficiale di sconto aumenta il rischio di ogni operazione di credito a favore di un qualsiasi cliente almeno sotto due rispetti: riduce, o almeno minaccia di ridurre, i valori di mercato della maggior parte dei tipi di garanzie offribili dai mutuatari; rende probabile un declino della domanda di molte categorie di beni e perciò peggiora la rispondenza dei loro produttori » (p. 144).

Tutto sommato, si può dire che, nel particolare contesto della crisi inglese, l'impiego del tasso ufficiale di sconto era preferibile a metodi più ingegnosi di politica monetaria, ad onta delle sue ripercussioni sul costo del servizio del debito pubblico. Il suo principale svantaggio è derivato dal fatto che i suoi effetti favorevoli (ad esempio sui movimenti di capitale a breve termine) furono effimeri, mentre i suoi effetti sfavorevoli sul debito pubblico hanno continuato (7). Ciò ha avuto per conseguenza che le autorità monetarie abbiano deviato dalla logica della politica da esse stesse prescelta. In passato, se anche non era necessario aumentare i tassi a livelli molto elevati, un rialzo nel tasso ufficiale di sconto comportava però sempre l'implicita minaccia di venir spinto a quel qualsiasi livello ritenuto indispensabile per soffocare gli investimenti. Di fronte al dilemma dell'economia mista, il Governo in-

che la politica monetaria dovesse soppiantare la politica fiscale come arma principale di controllo. Un'eccessiva fiducia nella prima servirebbe soltanto a porre in rilievo le sue insufficienze e a nascondere le sue virtù.

(6) La combinazione di un aumento del tasso ufficiale di sconto con un'intensificazione delle forme di razionamento del credito è l'aspetto più ortodosso della nuova politica monetaria.

(7) E così pure le ripercussioni sfavorevoli sugli interessi pagati a favore dei saldi in sterline tenuti a Londra.

glese dei nostri giorni è stato invece costretto a « mostrare » che nelle attuali condizioni la politica del tasso ufficiale di sconto non implica una sanzione del genere. Una tale innovazione si rese particolarmente evidente allorché venne a scadenza nel novembre 1952 la prima serie del prestito di conversione 1951; in quell'occasione il Governo si accontentò di realizzare l'obiettivo minimo di rifinanziare i titoli di imminente scadenza con l'aiuto delle banche senza tentare seriamente di ridurre i rapporti bancari di liquidità di nuovo inflazionati. È questa un'ulteriore prova a sostegno della tesi che una politica monetaria non può essere realmente efficace se il Governo soffre quanto il pubblico della scarsità di credito.

L'unica via di uscita è in tal caso di erigere qualche diaframma fra il mercato creditizio che serve lo Stato e il credito disponibile per il resto dell'economia.

4. — Prima di discutere dei mezzi atti a realizzare tale obiettivo, è necessario esaminare la giustificazione addotta per l'impiego del saggio d'interesse come strumento di controllo monetario nel settore privato; giacché il ricordato dilemma fondamentale sorge dal concludere la necessità di ricorrere a manipolazioni del tasso d'interesse.

a) Un importante argomento a favore di un certo rialzo dei tassi è offerto dalla difficoltà di provocare una sufficiente scarsità di credito con discriminazioni puramente selettive anche se la Banca d'Inghilterra approfittasse in pieno degli ampi poteri conferite dalla Legge di nazionalizzazione del 1946 per corroborare i controlli fisici in atto. Se c'è abbondanza di capitale in un settore, è difficile renderlo scarso in un altro: « le differenti pressioni finanziarie danno luogo a forme di osmosi, per cui il denaro filtra dal diaframma del comparto ben rifornito per alleviare la stretta finanziaria di comparti contigui » (Paish, p. 143). Ed è soltanto se si sentiranno a corto di mezzi liquidi che le Banche stesse si lasceranno di buon grado guidare dalle Autorità monetarie nello scegliere le domande di credito da respingere fra quelle in astratto accoglibili e in tal

modo renderanno effettivamente operanti i controlli qualitativi.

Quale sia l'importanza in concreto di simili processi di osmosi è in gran parte materia di valutazioni soggettive. Prima di poter giungere al riguardo a conclusioni sicure sono necessarie informazioni empiriche molto più ricche di quelle ora disponibili sulle imperfezioni dei mercati monetario e finanziario. È plausibile però che fin quando quote notevoli del debito pubblico saranno detenute da investitori diversi dalle Banche e non soggetti all'immediato controllo delle autorità monetarie, dovrebbe riuscire impossibile restringere il credito efficacemente senza discendere ad un aumento del complesso dei saggi d'interesse. Giacché una politica di stabilizzazione dei tassi implica per le Banche di accettare titoli di stato «in scambio di depositi» per qualsiasi ammontare desiderato dal pubblico (8).

In definitiva — *per quel che concerne l'offerta* — un aumento del tasso d'interesse sembra in se stesso un utile mezzo per intensificare le forme di razionamento del credito e delle disponibilità liquide (9); e in pratica è un'integrazione essenziale, in quanto conferisce alla politica di restrizione creditizia un aspetto impersonale e non discriminatorio che manca allorché gli strumenti di razionamento selettivo sono applicati per sé soli.

b) *Per quanto concerne la domanda*, l'efficacia di variazioni dei tassi è molto più discutibile. Più d'un partecipante al Symposium ha addotto serie ragioni e constatazioni empiriche per dimostrare che

(8) Il che è irrilevante solo se gli «scambi» in parola sono intesi esclusivamente a soddisfare la mutevole preferenza del pubblico per i diversi tipi d'impiego considerati quali mezzo di conservazione del valore. In certe impostazioni dottrinarie si è avuto tendenza a sopravvalutare questa funzione della moneta a spese dell'altra sua funzione di mezzo di scambio.

(9) L'influenza di variazioni dei tassi nei riguardi del «prestatori» è stata sottolineata soprattutto da studiosi americani: cfr., al riguardo, lo studio di R. V. ROOSA, *I saggi d'interesse e la Banca Centrale*, in questa Rivista, 1950, p. 407 e segg.

il costo delle varie forme di indebitamento non è un fattore importante per la determinazione del livello degli investimenti, cioè del processo di capitalizzazione. Già le note inchieste di Oxford dell'anteguerra avevano rilevato che gli imprenditori userebbero prestare scarsa attenzione ai tassi d'interesse, fuorché nel caso di investimenti di lunghissima durata sul tipo delle costruzioni edilizie e degli impianti di pubblica utilità che ambedue, in un'economia «mista», appartengono al settore pubblico e sono quindi in larga misura influenzati da criteri diversi da calcoli di costo (10). Secondo più recenti rilevazioni, richiamate dal Balogh (pp. 161, 162), nell'industria manifatturiera americana il periodo entro cui gli imprenditori sogliono calcolare di rimborsarsi delle spese in nuovi impianti è così breve che il costo del denaro preso a prestito diventa irrilevante, sommerso dall'entità delle quote d'ammortamento. Donde la conclusione che il tasso d'interesse non abbia un'importante influenza diretta sugli investimenti capitali (11).

Molti fra coloro che minimizzano gli effetti diretti sono però disposti ad ammettere la possibilità di importanti effetti indiretti, ma di natura non confacente (v. Kennedy, pp. 137, 138). Insistono costoro sul pericolo che un aumento del tasso d'interesse, creando incertezza, mini quella fiducia del mondo economico, che non è facile da resuscitare. A mio avviso, i propugnatori di questa preoccupazione partono dall'assunto che la defla-

(10) Le sole riserve che per parte mia formulo nei riguardi delle risultanze delle inchieste di Oxford derivano: a) dall'epoca in cui furono condotte (1937-38) — epoca di denaro a buon mercato susseguente ad una fase di depressione di estrema gravità; b) dal metodo impiegato basato su questionari anziché su una serie di indagini specifiche per determinate industrie. Sulle risultanze delle inchieste di Oxford è tornato — con riserve — anche R. S. SAYERS che vi collaborò, in «*Il saggio d'interesse come strumento di politica economica*» (in questa Rivista, vol. IV, 1951, pagina 5 e segg.).

(11) Peraltro, l'influenza diretta può essere notevole là dove la struttura finanziaria delle imprese societarie si basi per percentuali altissime su indebitamenti (v. W. MANNING DACEY, *The British Banking Mechanism*, 1951, p. 132).

zione sia un pericolo maggiore dell'inflazione. A me riesce però difficile credere che in un periodo di domanda intensa gli imprenditori, che — ricordiamolo — terrebbero in poco conto gli effetti diretti di variazioni nei tassi d'interesse, possano essere così pusillanimi da lasciarsi indurre da un rialzo nei tassi a mutare completamente le loro valutazioni in fatto di prospettive economiche. Ritengo invece che un rialzo moderato sia un elemento certo, e uno solo, in un complesso di incertezze, che dovrebbe renderli inclini a riesaminare con maggior cautela e cura i loro vari progetti d'investimento, ma non ad abbandonarli addirittura. Probabilmente, il pessimismo di certi economisti ha le sue radici nella tesi stagnazionista, che induce i suoi fautori a considerare le iniziative private d'investimento come una fragile pianta, esposta ad appassire rapidamente e a morire, se il clima economico si turba sia pur di poco.

c) Se poi passiamo a considerare l'influenza dei tassi d'interesse sulle scorte — influenza per primo richiamata da Hawtrey e da lui sempre sottolineata — di nuovo troviamo profonde divergenze d'opinione. Sembrerebbe però esservi qualche fondato motivo per ritenere che qui un effetto diretto sia innegabile e che esso si espliciti nel senso di una migliore utilizzazione delle materie prime e degli altri beni strumentali. Nella maggioranza delle industrie i direttori della produzione e dei servizi tecnici tendono a gonfiare le scorte per garantire quello che è il loro precipuo interesse, la regolarità dei cicli produttivi; i direttori finanziari invece propendono a tenerle al livello più basso possibile. Quando il costo di gestione delle scorte è accresciuto da una politica di rialzo dei tassi d'interesse, i direttori finanziari si trovano a disporre di un'utile arma per reagire alla «propensione a tesoreggiare» dei direttori della produzione. E di fatto le imprese, anche quelle collocate in posizioni prioritarie nelle direttive «selettive» impartite alle Banche, saranno inclini a controllare le rispettive scorte con maggior severità.

d) Ancora: non va trascurato l'effetto di tassi alti e bassi sui valori capitali, le cui fluttuazioni a loro volta influenzano la dispo-

sizione dei «capitalisti» a spendere per consumi di vario genere. In momenti di eccessiva domanda monetaria di beni e servizi il valore capitale dei titoli azionari tenderà a salire per il crescere dei profitti e delle prospettive di profitto. Se il tasso d'interesse è tenuto compresso o forzato al ribasso come avvenne in Inghilterra nel 1947, il valore dei titoli e degli altri averi a reddito fisso crescerà esso pure; ciò intensificherà l'aumento di valore dei titoli azionari in quanto i più alti profitti saranno capitalizzati ad un più basso saggio d'interesse. Di conseguenza i «capitalisti» beneficeranno di cospicue plusvalenze, le quali accresceranno gli incentivi a spendere largamente piuttosto che a risparmiare sui redditi correnti (12). In tempi quindi di pressione inflazionistica milita a favore di rialzi nei tassi d'interesse l'opportunità di impedire eccessivi guadagni d'emergenza per i proprietari di valori reali e di influenzare indirettamente le loro schede di consumo-risparmio. Si aggiunga che un indirizzo di compressione dei tassi implicherebbe un aumento nella liquidità della comunità, aumento che esercita un'influenza espansiva sui flussi dei redditi e delle spese.

e) Da ultimo, potrebbe essere che l'offerta di risparmio avesse, rispetto al saggio d'interesse, un coefficiente di elasticità più alto di quanto la recente letteratura economica non sia solita riconoscere. È al riguardo sintomatico il fatto che nel Symposium di Oxford non si riscontri nemmeno un cenno a possibili influenze sul risparmio di un rincaro nel prezzo del denaro, se si eccettua il richiamo del prof. Kahn a osservazioni in proposito espresse dal Sayers nel ricordato articolo apparso nel 1951 su questa Rivista. «Non è da escludere — notava il Sayers — che una politica di elevati interessi (stimolando il risparmio) abbia a render possibile un'effettiva espansione dei programmi d'investimento — espansione di cui l'Inghilterra ha estremo bisogno».

(12) Uno dei paradossi della politica del Governo Laburista fu che la redistribuzione di reddito operata per mezzo della tassazione venne in larga misura neutralizzata da guadagni in conto capitale determinati dall'indirizzo di denaro a buon mercato.

Per i motivi sopra indicati, ritengo che le restrizioni monetarie, se applicate al settore privato, dovrebbero essere « inflitte » con l'aiuto di più alti tassi d'interesse.

III.

5. — Posto questo assunto, è necessario escogitare un mezzo per tagliare il nodo gordiano tra tassi d'interesse e costo del servizio del debito pubblico. In materia la più ingegnosa proposta è stata formulata, nel Symposium di Oxford, dal prof. Hicks (p. 270). « Proviamoci — egli scrive — a concepire il Tesoro (compreso il Fondo Cambi) e le Banche (compresa la Banca d'Inghilterra) come un unico complesso; quel che allora ci abbisogna è un metodo grazie al quale l'azione creditizia del Complesso possa essere contenuta e sia lasciata invece il più possibile indisturbata la sua attività di provvista di fondi. Con un'impostazione del genere, diventa evidente che non è necessario che il tasso d'interesse a cui il Complesso presta e i tassi a cui prende a prestito abbiano una stretta reciproca relazione. Al contrario, ciò che è necessario è trovare una soluzione pratica per rompere quella relazione, di guisa che il tasso per i prestiti possa essere rialzato senza rialzare i tassi passivi del Complesso ». E la soluzione pratica sarebbe questa: attribuire al Ministro del Tesoro la facoltà di applicare un'imposta speciale sui prestiti bancari, esentandone però i prestiti al Tesoro di qualsiasi tipo (13). Tale sistema presenterebbe

(13) In pratica la soluzione potrebbe essere così realizzata: « l'imposta verrebbe pagata direttamente dalle Banche, giacché questo sarebbe il più semplice metodo di riscossione; le banche pagherebbero, poniamo, l'1 per cento per anno, o l'equivalente per giorno su ogni prestito di qualsiasi tipo (compresi gli investimenti in titoli) che concedessero a terzi diversi dallo Stato... Ovviamente nella maggioranza dei casi, l'imposta sarebbe trasferita sui clienti; ma ogni decisione al riguardo dovrebbe essere lasciata alle Banche, così come ogni decisione relativa all'altezza dei tassi che dovrebbe essere libera da controlli... Il Cancelliere dello Scacchiere dovrebbe poter variare l'aliquota dell'imposta anche di settimana in settimana... E spesso l'aliquota potrebbe essere eguale a zero ».

il vantaggio di scoraggiare i prestiti bancari all'economia sia dal lato della domanda (a causa del più alto costo del denaro) sia dal lato dell'offerta (nei limiti in cui parte della nuova imposta gravasse sulle Banche), senza in pari tempo dar motivo alle Banche di ridurre i loro investimenti in cambiali del Tesoro o titoli di Stato.

Il prof. Hicks riconosce che la realizzazione della sua proposta può presentare talune difficoltà. La prima consiste nel problema di definire le istituzioni da classificare come Banche. « Si pensi per esempio alle Case di Sconto che ricorrono largamente al credito delle Banche commerciali per comprare cambiali e buoni del Tesoro. Sarebbe utile per esse e per il funzionamento del divisato meccanismo se fossero classificate come « banche », sì da sottrarre all'imposta speciale i prestiti delle Banche alle Case di sconto, nel mentre sarebbero tassati i crediti dalle Case concessi a clienti diversi dallo Stato » (p. 272).

Un'altra seria difficoltà è che istituzioni come le Compagnie di Assicurazione e le Building Societies (finora concentrate nei finanziamenti edilizi a medio e lungo termine) possano riuscire a sostituirsi alle Banche nella concessione di crediti ordinari, provvedendovi con la liquidazione dei loro portafogli di titoli di Stato a breve termine. Per ovviare a questo pericolo il prof. Hicks suggerisce di dividere il sistema finanziario in due classi, l'una costituita dalle Banche e enti assimilati, gli « iscritti », l'altra dagli « estranei ». « Gli iscritti dovrebbero pagare l'imposta speciale sui prestiti fatti agli estranei, ma per converso potrebbero avere il diritto di detenere titoli di Stato a breve termine che sarebbero fruttiferi e sufficientemente stabili in valore. Gli estranei sarebbero esenti dall'imposta ma non avrebbero questo privilegio; essi avrebbero l'obbligo di tenere le loro riserve o in depositi bancari infruttiferi, oppure in titoli pubblici a lungo termine soggetti a oscillazioni di mercato » (p. 272).

Indubbiamente il sistema abbozzato dal prof. Hicks per risolvere il dilemma di fondo è ingegnoso e concreto. Ma, se ne ho ben compreso tutte le implicazioni, presenta

l'inconveniente che, pur esercitando un'influenza limitatrice sui prestiti bancari, non varrebbe a contrastare una espansione della domanda per fondi liquidi finanziati con mezzi indiretti attraverso la vendita o monetizzazione di titoli di stato da parte di investitori diversi dalle Banche.

Personalmente, propenderei verso soluzioni meno rivoluzionarie (e perciò, forse, meno efficaci), tali da essere accolte con più aperto spirito di collaborazione dal conservatorismo del mondo finanziario. Parto, nella mia impostazione, dal riconoscimento che la concezione ante 1914 del Governo come un mutuatario individuale che richiede fondi saltuariamente a un mercato finanziario perfettamente concorrenziale è una finzione. Il mercato a breve termine, e, in minor misura, quello a lungo sono dominati dallo Stato e da un numero ristretto di enti finanziari (Banche, Case di sconto, Compagnie d'assicurazione e Building Societies). Lo Stato ha interesse a tenere quanto più basso possibile il costo del suo debito; le altre istituzioni dominanti sono invece per lo più investitori consapevoli, preoccupati di assicurarsi un reddito stabile abbinato a rischi minimi di perdite in conto capitale per la maggior parte delle loro poste attive. Il miglior modo per soddisfare le esigenze rispettive dei due gruppi — mutuatario e prestatori — probabilmente consiste nell'emissione di titoli ad interesse fisso non negoziabili ma ammessi a rimborso anticipato rispetto alla data di scadenza in certe speciali circostanze. I prestatori troverebbero un compenso per i bassi tassi percepiti nell'assenza di pericoli di future perdite in conto capitale. Lo Stato si assicurerebbe il vantaggio di « isolare » una cospicua parte del suo debito e di preservarla dagli effetti di mutamenti nella politica monetaria.

Secondo un tale schema, si tratterebbe, per il mercato a breve, di reintrodurre uno strumento analogo ai Treasury Deposit Receipts della seconda guerra mondiale che, com'è noto, erano collocati a cinque e sette mesi presso le Banche soltanto e — salvo casi d'emergenza — non erano trasferibili né negoziabili. Sul mercato a medio termine

si dovrebbe emettere un tipo di obbligazione parimenti non trasferibile né negoziabile e adatta alle esigenze delle Banche, Compagnie di assicurazione e Building Societies (14). Se con metodi del genere si potesse assicurare il collocamento della maggior parte del debito pubblico, il Tesoro dovrebbe ricorrere al mercato libero soltanto per i suoi bisogni marginali, per i quali dovrebbe pagare i tassi normali, a qualunque livello fossero saliti in base alle esigenze di controllo monetario sul settore privato. In tal modo, un aumento iniziale nei saggi d'interesse potrebbe di nuovo implicare la minaccia di venir spinto a quel qualsiasi livello che fosse ritenuto necessario, senza preoccupazioni per il costo del debito pubblico.

La soluzione accennata è solo uno spunto indicativo, e certo presenterebbe difficoltà d'ordine vario da vagliare e superare. Forse potrà apparire simile alla ricordata proposta del Johnson di una elevata percentuale di liquidità obbligatoriamente imposta alle banche. A mio avviso se ne differenzia invece sostanzialmente non solo perchè permetterebbe di « liberare » dai ceppi il saggio d'interesse, ma anche perchè tecnicamente esigerebbe un minor « autoritarismo » nei riguardi delle Banche che troverebbero un quid pro quo nella stabilità di valore dei nuovi titoli. Il suo più grave punto debole potrebbe consistere nell'eventualità, già avvertita dallo Hicks (p. 270), che le nuove emissioni non trasferibili lasciassero fuori una parte troppo grossa del debito pubblico: « gli effetti sul bilancio di alti tassi d'interesse sarebbero allora attenuati, ma non eliminati e forse nemmeno sufficientemente diminuiti ». Questo aspetto andrebbe attentamente valutato, al fine di pervenire al grado indispensabile di « isolamento » del debito pubblico dai contraccolpi inflitti al credito per i privati.

(14) Un titolo del genere — rimborsabile anticipatamente in circostanze eccezionali — potrebbe utilmente indurre i grossi investitori istituzionali a sviluppare i loro investimenti di rischio, dato che per una grossa parte degli altri investimenti il pericolo di perdite in conto capitale sarebbe eliminato.

6. — Concludendo: al settore pubblico dovrebbero essere assegnate le risorse necessarie per realizzare gli obiettivi generali della comunità ai fini della piena occupazione e del benessere sociale; l'assegnazione dovrebbe obbedire a criteri diversi da valutazioni di costo. Il settore privato dovrebbe ricevere le residue disponibilità di risorse, e di queste la distribuzione fra i vari impieghi concorrenti dovrebbe invece essere determinata da criteri di prezzo — lasciando cioè operare come discriminatore il tasso d'interesse — e dalle discrezionali valutazioni dei banchieri (15). Una simile divisione fra i due settori è però impossibile senza un qualche meccanismo capace di ovviare alle difficoltà che possono derivare alle finanze pubbliche da rincari nel costo del denaro per il settore privato.

L'interessante proposta dello Hicks e l'altra qui accennata mirano a questo scopo. In sé stesse, esse non sono soluzioni incompatibili con economie pianificate. Anzi riducendo il peso e la complessità dei controlli col rimettere le determinazioni economiche a criteri di prezzo per il settore dove interessi privati e sociali si identificano, possono evitare quei minuziosi interventi che, perturbando e inceppando la produzione e gli scambi, compromettono le possibilità di successo degli stessi indirizzi pianificatori (16).

Sotto questo profilo, la politica monetaria e bancaria può giovare alla pianificazione

(15) Secondo il Johnson, le banche private non darebbero garanzia di «razionare» un volume limitato di credito conformemente all'interesse nazionale. La possibilità di deviazioni in materia è però irrilevante quando sussistano le condizioni necessarie per un regolare funzionamento del meccanismo dei prezzi, ossia quando domanda e offerta globali siano fra loro in equilibrio, le disparità nei redditi e quindi nei poteri d'acquisto dei singoli siano limitate, e le forze monopolistiche siano adeguatamente controllate. Quando questi fondamentali presupposti sono presenti, i canoni bancari della redditività del credito e della rispondenza del mutuario dovrebbero bastare ad assicurare il rispetto degli interessi nazionali (v. J. E. MEADE, in *Planning and the Price Mechanism*, 1949).

(16) v. G. MYRDAL, *The Trend towards Economic Planning*, in «The Manchester School», volume XIX, p. 36.

aiutando in primo luogo a realizzare la prima condizione essenziale — l'equilibrio interno tra domanda totale e offerta totale — e in secondo luogo svolgendo compiti integrativi nella ripartizione delle risorse secondo criteri di prezzo nel campo limitato ad essa assegnato.

IV.

7. — La nuova politica monetaria inglese si è lungo il 1952 «afflosciata» in parte perché il richiamato dilemma fondamentale non ha trovato soluzione e in parte perché i suoi effetti disinflazionistici sono stati in una certa misura neutralizzati dalla politica fiscale. Se dalla storia della politica economica degli ultimi tre decenni possiamo trarre qualche insegnamento sicuro, il primo è che non ci sono infallibili panacee capaci di assicurare la stabilità economica, ma piuttosto che tutte le possibili armi devono essere impiegate in mutui rapporti complementari e per reciproca integrazione senza addossare a nessuno un peso eccessivo. Una economia «mista» presenta due principali problemi interconnessi: la difficoltà di evitare movimenti inflazionistici e la necessità di assicurare che l'un settore non manchi di mezzi finanziari a causa dell'eccessiva domanda dell'altro. Il tentativo di Sir Stafford Cripps di realizzare il dovuto grado di disinflazione per mezzo di un considerevole avanzo nel bilancio pubblico fu frustrato dalle esigenze eccessive del settore pubblico. Per la stessa ragione è stata seriamente ridotta l'efficacia della nuova politica disinflazionistica.

Di fatto, risulta dalla *Tabella* qui inserita che il «rapporto di liquidità» del sistema bancario (percentuale della cassa, cambiali e prestiti giornalieri rispetto ai depositi) è aumentato dal 31,8 % al 36 % tra il marzo e il dicembre 1952 per continui acquisti di cambiali del Tesoro. L'aumento, causato da un deficit del bilancio statale nei primi nove mesi dell'anno d'entità notevole e superiore alle aspettative, ha completamente neutralizzato gli effetti dell'operazione di conversione del nov. 1951. Per contro, durante gli stessi nove mesi, i crediti all'economia

PRINCIPALI VOCI DELLE UNDICI BANCHE LONDINESI

D A T A	Depositi netti (c)	ATTIVITÀ LIQUIDE (a)		ATTIVITÀ DI RISCHIO		
		(c)	% rispetto ai depositi	Investimenti in titoli (b) (c)	prestiti all'economia (c)	% complessiva rispetto ai depositi
1951						
Ottobre	5.981	2.423	39,1	1.555	1.897	55,7
Novembre	5.973	1.981	32,0	2.033	1.925	64,0
Dicembre	6.035	2.100	33,2	1.966	1.931	61,5
1952						
Marzo	5.685	1.872	31,8	1.935	1.946	66,0
Maggio	5.697	1.944	32,9	1.932	1.891	64,8
Giugno	5.817	2.106	34,7	1.917	1.860	62,3
Luglio	5.844	2.175	35,9	1.917	1.823	61,7
Agosto	5.868	2.265	37,4	1.918	1.755	60,7
Settembre	5.927	2.327	38,0	1.921	1.748	59,9
Ottobre	5.942	2.120	34,4	2.142	1.747	63,1
Novembre	5.974	2.162	35,0	2.138	1.744	62,8
Dicembre	6.154	2.327	36,0	2.148	1.749	60,4

(a) Cassa, cambiali del Tesoro e commerciali, prestiti giornalieri.

(b) Prevalentemente titoli pubblici.

(c) Milioni di sterline.

Fonte: «The Banker».

sono diminuiti di 197 milioni di sterline (17). I risultati disinflazionistici raggiunti nel settore privato sono stati dunque dissipati dall'espansione del credito nel settore pubblico. O, per dirla altrimenti, la politica monetaria ha avuto successo solo in quanto

(17) Nelle prime tre settimane del 1953 si è avuto un modicissimo aumento nei crediti stessi per 4,8 milioni di sterline.

la contrazione nel settore privato ha controbilanciato la pressione inflazionistica del settore pubblico.

Finché persisterà una così grave mancanza d'integrazione tra le politiche applicate ai due comparti, sarà giustificato un certo scetticismo sulla possibilità di dominare eventuali movimenti inflazionistici.

G. CLAYTON