

## La politica dei tassi d'interesse in Inghilterra: le novità del periodo 1958-1962(\*)

Guardando indietro dal 1962 è probabile che le vicende monetarie internazionali saranno considerate come lo sviluppo più importante, in campo monetario, del quinquennio successivo alla crisi del 1957. Ma questo quinquennio ha visto anche interessanti sviluppi monetari interni: la parte molto più importante assegnata alla cosiddetta persuasione morale, estesa ad una zona più vasta di istituzioni finanziarie; l'accelerazione delle iniziative intese a raccogliere e pubblicare un ragionevole minimo di informazioni monetarie; il nuovo rituale dei « depositi speciali »; l'adozione di una politica consapevole e positiva per i tassi di interesse a lungo termine. Quest'ultimo sviluppo ha grande importanza in relazione all'evoluzione della politica economica inglese in generale, e di tutte le innovazioni è la più interessante per gli economisti. Il presente articolo si limita a trattare di tale argomento: dapprima esaminerà le circostanze che condussero nel 1958 la Banca d'Inghilterra a mutare indirizzo nel mercato obbligazionario; considererà poi gli effettivi sviluppi e le circostanze che resero il mercato particolarmente pronto a seguire la « guida » delle autorità; discuterà, da ultimo, se le autorità debbano cercare di indirizzare il tasso d'interesse delle obbligazioni verso un livello diverso dall'attuale.

### I

Un complesso di circostanze è alla base del mutamento di fronte nel mercato obbligazionario durante il 1958. La crisi del 1957, segnando in un certo senso il fallimento delle politiche seguite negli

---

(\*) L'originale inglese del presente articolo, preparato nella primavera del 1962, fu pubblicato nel fascicolo di giugno 1962 della « Quarterly Review » della Banca Nazionale del Lavoro. Nel frattempo le tendenze del mercato obbligazionario inglese (notevoli aumenti delle quotazioni e correlativi ribassi dei rendimenti dei titoli a reddito fisso) si sono conformate a certe prospettive delineate dall'A. nell'ultima parte dell'articolo (N.d.T.).

anni intorno al 1955, aveva maturato nelle autorità la determinazione di rompere col passato. Negli anni intorno al 1955 le operazioni sul mercato obbligazionario erano state dominate dal desiderio di allungare la struttura delle scadenze del debito pubblico al fine di assicurare un più solido controllo sulla liquidità bancaria; ma questo indirizzo era stato ostacolato, almeno nei primi anni, dai residui della politica di denaro a buon mercato del primo periodo post-bellico, e, fino alla fine, dalla riluttanza a sobbarcarsi ai più alti costi impliciti in ogni aumento dei tassi di interesse. C'era anche stata, per tutto il periodo, una riluttanza a richiamare l'attenzione sul fatto che una caduta dei prezzi delle obbligazioni potrebbe essere il risultato di operazioni del governo, cioè dello stesso debitore. Qualunque rilievo dato a una siffatta possibilità — quale sarebbe sicuramente derivato da una deliberata riduzione dei prezzi delle obbligazioni — avrebbe reagito negativamente, secondo le autorità, sul « credito del governo », talchè la richiesta di obbligazioni da parte del mercato e quindi il progresso delle operazioni di consolidamento del debito pubblico sarebbero stati irrimediabilmente danneggiati. Si riteneva tollerabile, è vero, decidere successivi aumenti del tasso ufficiale di sconto; ma la connessione tra queste variazioni e il graduale ribasso dei prezzi delle obbligazioni era abbastanza oscuro da permettere alle autorità di sfuggire ad ogni accusa di manipolazione del mercato obbligazionario. L'agente (*broker*) governativo aggiustava perciò cautamente i suoi prezzi per adattarli all'umore del mercato, il quale — così era plausibile pretendere — restava governato da fattori indipendenti dalle operazioni e dagli indirizzi propri del *broker* stesso.

Dopo la crisi del 1957 queste inibizioni in parte caddero. Si ricordi che la crisi del 1957 presentò due aspetti. Da una parte si sviluppò lungo un periodo di mesi una psicosi inflazionistica all'interno; dall'altra si ebbe una caduta accelerata, nello spazio di settimane piuttosto che di mesi, nella fiducia dell'estero nella sterlina, nonostante le condizioni relativamente sane della bilancia dei pagamenti per partite correnti. Il primo aspetto aveva già portato le autorità, nel perseguimento della loro politica di consolidamento a tassi di mercato, ad una struttura di più alti tassi di interesse prima del sopravvenire della crisi esterna. Quest'ultima le costrinse, a ragione o a torto, a spingere il tasso ufficiale di sconto ad un livello mai fino allora preso in considerazione nel periodo post-bellico, e a mantenerlo per sei mesi. Gli sviluppi eccezionali del 1957, minando la base delle aspettative in fatto di tassi di interesse, dovevano avere

conseguenze importanti agli effetti della politica monetaria. Di ciò si dirà oltre. Qui è importante sottolineare che due erano gli aspetti della crisi — interno ed esterno — e che le misure prese per risolverla non ebbero uguale ripercussione sull'uno e sull'altro. Mentre le difficoltà valutarie sembrarono essere immediatamente alleviate dal balzo in su del tasso ufficiale di sconto più che da ognuna delle altre misure prese, si ebbe ragione di sospettare che le difficoltà di fondo, di cui era un sintomo la prolungata debolezza del mercato dei titoli pubblici, non fossero state rimosse. La combinazione di un brillante successo per un verso e di un parziale insuccesso per l'altro ebbe una grande efficacia nel distruggere ciò che rimaneva della fiducia nella possibilità di continuare con bassi tassi d'interesse. Gli è che il parziale insuccesso a determinare un riaggiustamento di fondo implicava che i pericoli del 1957 potevano facilmente ricomparire, mentre l'immediato successo ottenuto nei riguardi della crisi valutaria significava che, quando una crisi del genere si ripresentasse, si sarebbe probabilmente fatto di nuovo ricorso ad una forte dose di caro denaro. Per usare un'espressione del Prof. Hicks (1), dopo il settembre 1957 sembrò che ci fosse almeno un serio rischio che le autorità inglesi avrebbero continuato a « colpire » (*jab*) i tassi a breve e a colpire più duramente — e forse più frequentemente — che per l'addietro.

Mentre ciò accadeva e le autorità e il mercato si avviavano a mutar d'orientamento, rappresentanti del Tesoro e della Banca d'Inghilterra furono di continuo impegnati, nella seconda metà del 1957, a riferire davanti al Comitato Radcliffe. Sembra possibile che queste discussioni senza precedenti abbiano avuto qualche influenza nel determinare un mutamento di opinione, sia pur soltanto col costringere le autorità a meditare più profondamente su certi fenomeni. Esse, per l'addietro, non avevano dovuto dare spiegazioni accurate e rigorose, e sarebbe strano che lo sforzo per rispondere a prolungati, insistenti quesiti non le abbia portate a modificare qualche loro precedente punto di vista. Non si trattava, giova sottolinearlo, di persone che difendevano una posizione intellettuale accuratamente costruita, propense quindi a reagire a domande critiche con atteggiamenti di ostinata resistenza. Si trattava di persone che, per quanto fervida fosse stata la loro fiducia originaria nella giustezza delle misure

(1) J. R. Hicks, *The Future of the Rate Interest*, « Manchester Statistical Society », March 12, 1958, p. 16.

prese, erano state scosse dal corso degli eventi; anche la più fiduciosa tra esse evidentemente sentiva che qualche cosa non era andata per il giusto verso. Con questa inclinazione mentale esse poterono trarre profitto dal dibattito, in cui interpellanti e interpellati si impegnarono e cooperarono nello sforzo di chiarire le implicazioni di politiche che erano state dettate dalle impressioni dell'esperienza tecnica piuttosto che da un'elaborata costruzione logica. Per ciò che qui interessa non è necessario assumere che i testimoni « ufficiali » fossero convinti dalle argomentazioni talvolta proposte dai membri del Comitato Radcliffe. Basta che essi fossero indotti a sviluppare, nel corso di questi dibattiti, nuove prospettive sui problemi ad essi familiari. Il complesso delle domande del Comitato mostrò che questo era molto interessato alla politica dei tassi d'interesse, sia per il mercato a breve che per quello a lungo termine: a ciò che le autorità avevano fatto, alle ragioni delle loro azioni, alle loro opinioni sui risultati di tali azioni e ai motivi che le avevano indotte a non prendere misure diverse. Dovette anche apparire ovvio ai testimoni « ufficiali » che almeno taluni membri del Comitato erano inclini a muovere critiche alla timidezza con cui le autorità avevano manovrato i saggi d'interesse e che c'era una certa impressione che la politica degli anni più recenti avesse dato il peggio di ambedue i possibili indirizzi. In ogni caso le discussioni col Comitato Radcliffe stimolarono a rimeditare sui modi di impiego dei tassi d'interesse.

Un'altra circostanza che favorì il nuovo sviluppo della politica monetaria fu una particolare occasione offerta, e non transitoriamente, dalla situazione del mercato nella prima metà del 1958. Nel testimoniare davanti al Comitato Radcliffe il Governatore della Banca d'Inghilterra si era espresso contro il suggerimento di una più decisa politica imperniata su variazioni dei tassi d'interesse ed aveva giustificato la sua posizione prospettando il danno che deriverebbe al credito dello stato se il *broker* governativo dovesse ridurre i prezzi delle obbligazioni deliberatamente, notevolmente e apertamente (2). Peraltro durante l'inverno 1957-58 ci fu un forte mutamento in meglio nella situazione economica generale, che provocò un rovesciamento di tendenza sul mercato obbligazionario. La fiducia nel futuro immediato della sterlina fu ripristinata e i movimenti internazionali di capitale a breve mutarono a favore della

(2) Per le opinioni della Banca d'Inghilterra su questo punto nel 1957, cfr. COMMITTEE ON THE WORKING OF THE MONETARY SYSTEM, *Minutes of Evidence*, Qus. 1841-1898 (5 nov. 1957).

sterlina, togliendo così la ragione che aveva determinato gli alti tassi a breve stabiliti a Londra nel 1957. In pari tempo divenne evidente che c'era stato un movimento recessivo negli Stati Uniti e, in realtà, in tutto il mondo, inclusa l'Inghilterra. I timori di inflazione, sebbene non scomparsi, si attenuarono. I tassi a breve a Londra furono quindi ridotti fortemente e i compratori tornarono al mercato dei titoli pubblici con offerte a prezzi crescenti. Se l'opinione delle autorità era favorevole a un livello di tassi a lungo termine più alto di quello che le « condizioni di mercato » stavano determinando, un'azione deliberata poteva essere ora presa per sostenerlo (per impedire cioè un rialzo dei prezzi delle obbligazioni) *senza incorrere nell'imputazione di imporre ai possessori di obbligazioni una perdita assoluta nei valori di mercato*. Coerentemente con l'opinione che una deliberata riduzione dei prezzi delle obbligazioni avrebbe danneggiato il credito dello Stato, le autorità potevano contrastare una tendenza di mercato verso più bassi tassi a lungo termine. Una cosa era *ridurre* i prezzi delle obbligazioni; una cosa del tutto diversa *mantenerli bassi*, come oggetto di deliberata politica. Era già stato possibile agire in questo modo, sebbene soltanto per un breve periodo, nel febbraio 1957 (3); ma nella prima metà del 1958 l'occasione divenne particolarmente favorevole, tale che le autorità inglesi non avevano avuto da anni. Esse colsero quest'occasione. Il momento esatto della innovazione non è chiaro. Essa fu ammessa, senza indicazione di una data precisa e in termini particolarmente guardinghi, nella testimonianza resa davanti al Comitato Radcliffe nel novembre 1958 (Qu. 11919). Comunque, tutte le indicazioni (comprese quelle date dalle autorità nelle dichiarazioni di novembre) sono nel senso che la nuova politica era allora in funzione già da qualche mese. Probabilmente il mutamento avvenne nel febbraio 1958. I rappresentanti della Banca d'Inghilterra, testimoniando il 25 aprile, diedero per pacifico che le operazioni ufficiali governavano in generale la struttura dei prezzi delle obbligazioni (Qus. 7312-3), ed i commenti della stampa mostrarono una diffusa consapevolezza durante l'estate 1958 che un cambiamento di politica era intervenuto.

Da quel tempo le autorità inglesi hanno improntato le loro operazioni sul mercato obbligazionario non semplicemente al desi-

(3) Ciò sottolinea il fatto che la volontà di sperimentare fu favorita da un mutamento nel clima dell'opinione generale, come dimostrano le discussioni in seno al Comitato Radcliffe, e non semplicemente dalle discussioni medesime.

derio di allungare la struttura delle scadenze del debito pubblico quanto più rapidamente possibile, anche se questo è rimasto uno dei loro obiettivi; la caratteristica distintiva della loro politica dal 1958 in poi è stata una nuova cura per i tassi a lunga scadenza come strumento per influenzare l'andamento generale dell'economia.

## II

Questo potere è stato impiegato per imporre tassi compresi entro una gamma tra il 5% e il 6½%, per un periodo che è stato il più lungo negli ultimi duecento anni, con la sola eccezione degli anni immediatamente successivi alla prima guerra mondiale. Secondo l'indice pubblicato dal « Quarterly Bulletin » della Banca d'Inghilterra, il rendimento dei titoli governativi a lunga scadenza era 5,8% all'inizio del 1958; gli si consentì di cadere soltanto a 5,4% alla fine del 1958 e fu tenuto intorno a 5,25% per tutto il 1959. In seguito fu rialzato rapidamente al 6% nel giugno 1960; a questo livello fu mantenuto fino all'aprile 1961; fu poi portato al 6,50% in luglio e quasi a 6,75% nel settembre 1961. Da allora è stato riportato gradualmente fino a circa 6,25% nel marzo 1962.

Mentre questo movimento dei tassi a lungo termine è stato accuratamente regolato dal *broker* governativo sul mercato obbligazionario, i tassi a breve termine sono stati variati in su e in giù in una maniera molto più vicina agli schemi tradizionali (4), e principalmente con l'occhio alla situazione dei conti con l'estero. Quando la sterlina è stata debole il tasso ufficiale di sconto è stato rialzato; il rialzo è stato eccezionalmente netto quando nel luglio 1961 fu necessario non soltanto aumentare il livello differenziale a favore di Londra, ma anche instillare fiducia (5). Quando la sterlina è stata forte, specie se i tassi d'interesse erano al ribasso su altre piazze, le autorità inglesi hanno colto l'occasione per ridurre i tassi a breve a Londra. Dal punto di vista della bilancia inglese dei pagamenti e,

(4) Dico « schemi tradizionali » al plurale, perchè non c'è un unico schema tradizionale. Nella storia del tasso ufficiale di sconto ogni decennio è stato diverso dall'altro.

(5) In effetti la Banca d'Inghilterra nel marzo 1961 aveva preso a prestito notevoli importi da talune banche centrali in base agli « accordi di Basilea »; in estate fu necessario coprire queste somme ricorrendo ai crediti del Fondo Monetario. Era perciò essenziale che i passi compiuti dalle autorità britanniche fossero di natura tale da meritare il rispetto di altri banchieri centrali in grado di influenzare cruciali decisioni del Fondo.

cosa meno importante, dal punto di vista del Tesoro inglese, un alto tasso ufficiale di sconto è costoso. Esso è perciò imposto soltanto quando la situazione dei conti con l'estero costringe le autorità a sgradevoli azioni difensive e, allorchè le condizioni migliorano, è abbassato quanto più rapidamente possibile. È questa, mi affretto a dirlo, una formulazione semplificata, poichè ci sono stati periodi (particolarmente nella prima metà del 1960) in cui le autorità hanno sperato che le variazioni dei tassi a breve potessero anche avere qualche rapida influenza, nella direzione giusta, sulla pressione della domanda interna. Se questa speranza sia stata più che pia è una questione aperta; ma una frase di una recente dichiarazione ufficiale fa pensare ad un certo grado di fiducia (6). Simili considerazioni interne furono tuttavia soltanto incidentali per le modifiche del saggio ufficiale di sconto. La ragione dominante è stata sempre per tutto questo periodo la situazione valutaria esterna: *forzando* a rialzi in certi momenti, *permettendo* riduzioni in altri.

Essendo divenuto sempre più ovvio che i movimenti del tasso ufficiale di sconto sono stati dominati dalle esigenze della posizione internazionale per i capitali a breve termine, si sarebbe potuto supporre che il comportamento della *struttura* dei tassi d'interesse sarebbe tornato al modello della fine del secolo scorso quando, attraverso un processo alquanto diverso, il tasso ufficiale oscillava pure rapidamente in su e in giù per riflesso della posizione internazionale dei capitali a breve. A quel tempo i tassi a lunga scadenza restavano straordinariamente stabili, non soltanto da mese a mese ma anche da anno ad anno e perfino, a parte il netto ribasso nell'ultimo decennio del secolo, da decennio a decennio. Questa stabilità non era provocata da operazioni ufficiali sul mercato a lungo termine; per lo più era il riflesso non controllato delle aspettative di mercato che i tassi a breve avrebbero continuato ad oscillare in su ed in giù entro l'ambito usuale. Peraltro, nel periodo 1958-62, i tassi a lunga scadenza non hanno presentato per nulla una stabilità del genere, nè hanno

(6) « Ciononostante, la pressione esercitata dalle banche e l'alto costo dei crediti bancari ebbero l'effetto di ridurre notevolmente i prestiti a parecchie categorie di creditori... fu questa, in particolare, una delle influenze che contribuirono alla riduzione delle scorte tenute dal settore della distribuzione » (Bank of England, « Quarterly Bulletin », marzo 1962, p. 4). Si noti che vengono indicati *due* fattori (la pressione esercitata dalle banche e l'alto costo dei prestiti bancari), per passare poi al singolare; « questa fu una delle influenze »; probabilmente le prove (di natura non specificata) su cui si basano le suddette dichiarazioni non permettono di distinguere fra gli effetti esercitati da ciascuno dei due fattori.

mostrato tendenza a tornare a livelli che fossero consistenti con analoghe oscillazioni del tasso ufficiale di sconto in precedenti periodi. Nello stesso tempo nè le statistiche ufficiali (non più completamente impenetrabili, ma soltanto opache), nè i rapporti di mercato hanno fornito prova alcuna di massicce operazioni ufficiali intese a deviare l'andamento del mercato dal suo corso « naturale ». Ciò che sembra sia accaduto è che la banca centrale, con operazioni continue ma non spettacolari, ha quietamente « guidato » i tassi a lungo termine verso i livelli — eccezionalmente alti, secondo i modelli storici, in relazione ai tassi a breve — che erano desiderati per gli scopi della politica economica.

L'alto livello dei tassi a lunga scadenza è stato giustificato con la sottostante scarsità di capitale. I motivi della forte domanda di capitale sono stati frequentemente descritti: necessità di « recupero » dopo un decennio (anni '30) di insufficienti sostituzioni di impianti nel settore sia pubblico che privato; ricostruzione post-bellica; profondo riorientamento dell'industria inglese imposto dalle mutate esigenze del commercio estero nel dopoguerra (riorientamento che ha avuto luogo in misura spesso non valutata appieno all'estero); progresso tecnico delle industrie chimiche e collegate, fortemente dipendenti da investimenti capitali; mutamenti radicali nelle fonti di energia e nei metodi di trasporto; miglioramento dei tipi di abitazione desiderati da una popolazione in continuo aumento. Dal lato dell'offerta ci fu nei primi anni del dopoguerra un livello insolitamente basso di risparmio, poichè la gente cercò di ripristinare un più equilibrato rapporto fra attività reali e attività finanziarie. In quegli anni lo squilibrio sul mercato dei capitali era troppo grave perchè potesse essere curato in maniera sopportabile con il meccanismo di alti tassi d'interesse. In realtà, per un complesso di ragioni, i tassi d'interesse furono tenuti a livelli che erano non soltanto troppo bassi per riflettere l'immediata situazione in fatto di dotazione di capitali, ma che si dimostrarono alla fine anche eccessivamente bassi in relazione ai fattori più permanenti che sostenevano la domanda. Di qui la necessità di continuare con controlli fisici e con altre remore ai programmi di investimenti del settore sia pubblico che privato. Quali che fossero state le intenzioni che erano alla base degli indirizzi di denaro a buon mercato negli anni precedenti, questo continuo squilibrio nel mercato dei capitali non faceva in nessun senso parte di una politica deliberata. La pressione conseguentemente eccessiva della domanda aiutò, ovviamente, a rendere facile il man-

tenimento della piena occupazione; ma non fu per questa ragione che le autorità inglesi furono lente ad incoraggiare la tendenza al rialzo dei tassi d'interesse negli anni intorno al 1955. In realtà fino al 1957 esse guardarono con esitazione al rialzo dei tassi a lungo termine, rialzo che sembrava esse considerassero come una disgraziata conseguenza dei livelli a cui stavano spingendo, per esigenze della bilancia dei pagamenti, i tassi a breve.

Dato questo atteggiamento ufficiale, non sorprende il fatto che il mercato, una volta passata la crisi del 1957, non mostrasse segni di sistemarsi a più alti livelli di tassi a lungo termine. C'era però un nuovo grado di incertezza. Operatori e autorità cominciavano ad essere consapevoli del fatto che i tassi a lungo termine erano stati eccessivamente bassi negli anni intorno al 1955. Ma il comportamento del mercato nell'inverno 1957-58 e gli specifici movimenti della struttura dei tassi non garantivano che le vicende di quegli anni non si sarebbero ripetute. Molti ancora credevano che la crisi valutaria fosse l'evento dominante e che, superata tale crisi, tutti i tassi d'interesse — e non soltanto i tassi a breve termine — avrebbero potuto recedere al vecchio livello. Per far prevalere l'opinione contraria, era necessaria una « guida » ufficiale. Da febbraio 1958 in poi tale « guida » fu data dall'intervento delle autorità nel comparto a lunga scadenza del mercato; e questa « guida » riuscì a stabilire la nuova gamma di tassi a lunga scadenza così saldamente, che non ci fu alcun ritorno alle idee del 1953-55.

### III

Prima di arrivare alla conclusione che le autorità inglesi hanno dimostrato l'applicabilità di un nuovo strumento di governo monetario, è importante riconoscere che le circostanze furono particolarmente favorevoli alla loro azione. L'obiezione che in genere viene sollevata contro tentativi di manipolazione del tasso a lungo termine è che il mercato avrà le sue proprie idee circa il corso futuro dei tassi d'interesse e che le autorità potranno pertanto modificare la struttura dei tassi soltanto forzando all'estremo il loro potere di alterare la struttura delle scadenze del debito obbligazionario tenuto dal settore privato. La principale caratteristica della situazione del 1958 era, peraltro, l'assenza di una qualsiasi salda opinione del mercato. La vecchia base delle aspettative del mercato era stata sconvolta e nulla l'aveva sostituita. Le aspettative erano in uno stato straordi-

nariamente fluido e il mercato si trovava quindi insolitamente aperto ad una « guida » delle autorità. Queste poterono imporre i loro tassi al mercato senza gravi perturbamenti per la struttura delle scadenze del debito obbligazionario.

Le ragioni di questa insolita fluidità delle opinioni del mercato meritano qualche attenzione. Un tempo, nell'Inghilterra dei periodi di pace c'erano state lunghe fasi in cui un tasso del 3% era il livello normale per obbligazioni governative a lungo termine. I tassi a breve avevano oscillato entro una gamma piuttosto vasta, ma l'ancoraggio dei tassi a lungo termine era rimasto indisturbato. Se i tassi a breve salivano al di sopra del livello normale, gli operatori si aspettavano che ridiscendessero; se scendevano al di sotto della norma, gli operatori si aspettavano che risalissero. In queste circostanze interventi ufficiali avrebbero potuto far poco per modificare la posizione dei tassi a lunga scadenza, salvo che stremando il mercato (per comprimere i tassi a lungo termine), oppure (per spingere in su i tassi) inondandolo di titoli a scadenza lontana. Una semplice « guida » al mercato non sarebbe stata sufficiente. Ora, nel 1958, c'erano tre circostanze che minavano le opinioni tradizionali di un livello normale.

Primo: sviluppo della psicosi inflazionistica. La gente non sapeva con sicurezza che cosa l'inflazione significasse per i tassi d'interesse, ma il mercato sentiva istintivamente (e il suo istinto, nonostante le argomentazioni del Prof. Kennedy (7), era giusto) che l'aspettativa della continuazione di un processo inflazionistico implicava un livello dei saggi d'interesse superiore al livello che sarebbe stato normale per tempi in cui si assumeva come pacifica una ragionevole stabilità

(7) *Inflation and the Bond Rate*, di CHARLES KENNEDY, in « Oxford Economic Papers » (N.S.), vol. XII, n. 3, ottobre 1960, pp. 269-273. Kennedy critica l'argomento del Comitato Radcliffe su questo punto (Report, par. 572) e conclude che « mentre è indubbiamente vero che la consapevolezza di una continua inflazione deve condurre ad un'alterazione nei rendimenti relativi di obbligazioni ed azioni, non c'è ragione perchè l'equilibrio non debba essere ristabilito da un aumento nei prezzi delle azioni piuttosto che da una caduta nei prezzi delle obbligazioni ». Il prof. Kennedy aveva ragione di criticare l'insufficienza delle argomentazioni espresse dal Comitato Radcliffe come riflesso di un'opinione largamente diffusa, ma trascurava un aspetto importante. Le obbligazioni, come attività da conservare, partecipano in un certo grado della natura della moneta e cadono con essa in disgrazia; ma ciò non è tutto. Quando le attività monetarie (fra le quali a tal fine sono da includere le obbligazioni) cadono in disgrazia, la gente cerca di ridurre la detenzione di esse: *ma non con uguale prontezza per tutte le categorie*. Il « contante » in tasca (o « in banca ») tende ad essere mantenuto, ma altre attività come le obbligazioni possono essere liquidate; le obbligazioni quindi perdono terreno rispetto al contante. Questa è la verità che giustifica l'istinto dei giornalisti finanziari (e di molti altri).

del valore della moneta. Ora la gente pensava che la prospettiva inflazionistica *potrebbe* significare un diverso livello dei tassi.

Secondo: non c'era nessuna precisa opinione su un qualsiasi particolare tasso di inflazione, che potesse fornire qualche indicazione in merito alla possibile differenza fra la vecchia norma e la nuova norma adatta ad un mondo inflazionistico. Che l'inflazione continuasse, poniamo, al 2% all'anno oppure al 5%, comportava, nell'opinione comune, una profonda differenza quanto al livello a cui i tassi a lungo termine si sarebbero stabilizzati. Ma la gente non poteva formulare una ragionevole ipotesi sul tasso che sarebbe prevalso per il processo inflazionistico. Alcuni, è vero, immaginando che il nuovo coraggio dei governi nell'impiego di misure monetarie significasse che l'inflazione sarebbe stata dominata, pensavano che non ci sarebbe stato un ulteriore deprezzamento della moneta. Pochi però spingevano il loro ottimismo fino a questo punto. In realtà sul mercato c'era una varietà di opinioni abbastanza ampia da impedire l'affermarsi di un'aspettativa definitiva.

Terzo: c'era una nuova incertezza quanto al modo in cui i tassi a breve termine (che si sapevano soggetti al diretto controllo delle autorità) si sarebbero comportati. Per un lungo periodo i tassi a breve erano rimasti immutati; era poi seguito un periodo (1954-57) che aveva avuto ogni apparenza di fase di sperimentazione e nella quale era sembrata mancare l'adozione di una nuova politica coerente e definitiva; erano infine sopravvenute le tattiche d'urto del 1957. Era tutt'altro che chiaro che ci fosse stato un ritorno alle consuetudini « tradizionali » che erano alla base del normale tasso a lunga scadenza del 3%. Invero, il futuro sviluppo della politica relativa ai tassi a breve era quanto mai incerta e questa incertezza era accresciuta piuttosto che eliminata dai mutamenti intervenuti nel 1960 e nel 1961 nei tassi a breve e nelle spiegazioni ufficiali che li avevano accompagnati.

Le circostanze in tal modo facevano il giuoco delle autorità, le quali procedettero nel 1958 e successivamente a dare al mercato una chiara « guida » che ha da allora tenuto i tassi a lunga scadenza su un nuovo alto livello.

#### IV

Due questioni importanti sorgono come conseguenza di questa nuova vicenda. 1) Possono le banche centrali aspettarsi di godere in avvenire di un siffatto potere sopra i tassi a lungo termine? 2) Le

autorità britanniche, nell'esercitare questo potere, hanno colpito nel punto giusto, oppure hanno forse spinto il tasso a lunga scadenza ad un livello troppo alto?

Sulla prima questione va ricordato che ciò che le autorità inglesi hanno essenzialmente fatto è stato di fornire una « guida » ad un mercato che aveva perduto ogni base per aspettative definite. Fu soltanto perchè le aspettative del mercato erano insolitamente fluide che le autorità riuscirono ad aver successo con uno sforzo così modesto. Tutte le pertinenti testimonianze raccolte dal Comitato Radcliffe tendono a dimostrare che nel sistema inglese sia i mutuatari che i prestatori mutano facilmente le scadenze delle loro passività ed attività: il mercato obbligazionario è essenzialmente un mercato unitario. In un simile mercato una redistribuzione marginale della struttura delle scadenze del debito pubblico, per se stessa, non avrebbe molta influenza sulla *struttura* dei tassi (cioè sul tasso a lungo termine relativamente al tasso a breve). Una redistribuzione molto ampia delle scadenze potrebbe avere influenza, poichè arrivano punti in cui i detentori del settore privato di titoli obbligazionari sono disposti ad accettare ulteriori cambiamenti nella distribuzione delle scadenze soltanto a condizione di apprezzabili variazioni nei prezzi relativi; ma le autorità monetarie di solito non desiderano realizzare ampie redistribuzioni e nel periodo 1958-1962 le autorità inglesi non ne hanno dovuto realizzare. Se tuttavia operazioni relativamente piccole sul mercato sono sufficienti a creare nuove *aspettative*, la struttura dei tassi subisce un mutamento.

Maggiori possibilità possono esistere in altri paesi dove i mercati obbligazionari siano più imperfetti. Se prestatori e mutuatari hanno più rigide preferenze quanto a distribuzione di scadenze, operazioni sul mercato aperto comparativamente modeste possono provocare mutamenti nella struttura dei tassi. I commenti che si leggono sulla domanda di Buoni del Tesoro di varia scadenza che si manifesta sul mercato degli Stati Uniti sembrano talvolta implicare che il mercato obbligazionario americano è in questo senso imperfetto. Anche in tal caso peraltro le autorità possono provocare un mutamento della struttura dei tassi più facilmente se possono provocare un mutamento nelle aspettative del mercato. Nelle vicende inglesi degli anni 1958-1962 fu essenzialmente lo stato insolitamente fluido delle aspettative del mercato che offrì alle autorità questa possibilità. Le cause di tale straordinaria fluidità erano di natura insolita; di conseguenza l'ec-

cezionale successo tecnico conseguito non può essere considerato tale da far ritenere che ugual successo possano incontrare frequenti analoghe manovre vuoi in Inghilterra che altrove.

## V

Seconda questione: le autorità inglesi hanno forse spinto il tasso a lunga scadenza ad un livello troppo elevato? O quanto meno, ammesso che il 6 o 6½% possa essere stato appropriato nel periodo 1960-61, un livello molto più basso è diventato appropriato nel 1962? A questo riguardo è importante ricordare che, se le considerazioni dei paragrafi precedenti sono corrette, il processo tendente a spingere al ribasso i tassi di interesse non deve essere troppo rapido se si vuole evitare una eccessiva creazione di liquidità. Ugualmente importante è il fatto che un riaggiustamento dei tassi a lunga scadenza su un livello differente esercita il massimo della sua influenza nello stimolare la domanda di investimenti capitali soltanto dopo un considerevole lasso di tempo. Se si desidera che la programmazione degli investimenti nel 1964, 1965 e 1966 sia basata su un tasso obbligazionario del 4 o del 5% piuttosto che del 6%, le autorità non hanno tempo da perdere: devono cominciare subito a spingere in giù il tasso delle obbligazioni, nella speranza di riuscire a portarlo nel corso del 1962 e del 1963 a livelli abbastanza bassi da indurre i programmatori del 1964 e del 1965 ad adottare una differente base di calcolo. La documentazione disponibile suggerisce che la programmazione di investimenti su larga scala non reagisce a piccole variazioni dei tassi a lunga scadenza, ma che i programmatori di investimenti del genere hanno in mente tassi piuttosto convenzionali ed arrotondati che possono essere modificati soltanto da un movimento deciso e non semplicemente momentaneo del tasso effettivo. Le autorità si trovano così di fronte al difficile problema di prevedere, in realtà, il tasso di « equilibrio » di alcuni anni a venire. Compito, di certo, straordinariamente difficile; ma di fronte al quale non ci si può stringere nelle spalle. Non c'è ragione di accogliere l'opinione disfattista che fare uno sforzo in tal senso ed eventualmente fallire l'obiettivo porterebbe ad un risultato peggiore di quello che si sarebbe avuto se il tentativo non fosse stato fatto. Bisogna che tale rischio sia corso, come avviene in ogni campo della politica economica. La maggior parte delle programmazioni di investimenti, sia pubblici che

privati, devono essere basati su presupposti ugualmente avvolti nella nebbia del tempo.

Bisogna perciò tentare la miglior possibile previsione di ciò che si può chiamare, con termine antiquato, « il tasso di equilibrio » degli anni immediatamente a venire. Questo tasso deve essere tale da incoraggiare il pieno impiego in investimenti capitali del volume del nuovo risparmio che si forma (risparmio governativo, risparmio delle società e risparmio delle persone) se le risorse della comunità sono completamente impiegate; e le autorità devono far sì che la situazione monetaria si adegui a questo tasso, esercitando tutta l'influenza che possono per evitare posizioni eccessivamente deboli per affrontare qualsiasi occorrenza abbia a presentarsi oltre il periodo immediato.

Quali sono le prospettive della scheda di domanda di capitali d'investimento e della scheda di offerta di risparmio? Dal lato della domanda molti dei fattori che hanno dominato il mercato dei capitali negli anni '50 fino ai primi anni '60 sembrano aver ancora almeno la stessa forza di prima. Uno stimolo aggiuntivo a nuovi investimenti potrà venire dalla necessità dell'industria di adeguarsi alle esigenze del Mercato Comune. C'è però un aspetto sotto il quale il lungo boom post-bellico può essere prossimo alla fine. Le lacune delle dotazioni di capitali causate all'Inghilterra dall'impoverimento degli anni '30 e dalle distruzioni della guerra sono state colmate, stando almeno alle evidenze superficiali; perfino gli arretrati nel fabbisogno di case sono stati in larga misura eliminati. Ciò che resta — ed è un residuo formidabile — è una continua domanda di capitali per soddisfare le esigenze di un crescente livello di vita: case di tipo superiore, combustibili ed energia in dimensioni che sarebbero sembrate stravaganti ai nostri nonni, e tutti gli impianti ausiliari per gli autoveicoli (strade, parcheggi, impianti metallurgici, ecc.). Comunque una grossa differenza esiste fra questa domanda e la domanda di capitale che ha dominato il lungo boom post-bellico: la domanda del periodo 1945-57 era straordinariamente pressante e persistente, e non era prontamente controllabile con sopportabili aumenti dei tassi d'interesse, mentre la domanda degli anni '60 è piuttosto del tipo che può essere soddisfatta in misura più o meno ampia e per la quale gli oneri finanziari sono probabilmente destinati ad avere un maggior peso ai fini delle decisioni. Ciò sarà vero anche se molte delle decisioni di investimento riguarderanno il settore pubblico: per fare due esempi tipici, il « Victoria Tube » (che dovrebbe compor-

tare un fondamentale miglioramento nell'efficienza dei trasporti londinesi) ed il « Channel Tunnel » sono ambedue in attesa di decisioni governative, ma i rinvii probabilmente cadrebbero se i tassi di interesse a lungo termine fossero ridotti dell'1 o del 2%.

Dal lato dell'offerta, la maggiore difficoltà non sta nel prevedere l'entità del risparmio governativo o del risparmio di enti e società, ma nel farsi un'idea del risparmio personale. (Non si sta cercando — giova ripeterlo — di indicare quale sarà il livello del risparmio, ma quale sarebbe se le risorse del paese restassero pienamente occupate, giacché la finalità è di accertare quale sarebbe il livello dei tassi di interesse più consoni con condizioni di piena occupazione senza eccessiva pressione della domanda.) Sul risparmio personale le attuali cognizioni non consentono di trarre suggerimenti dalla recente esperienza. Di fatto, dopo l'esplosivo movimento di liquidazione di risparmio nell'immediato periodo post-bellico, si assisté in Inghilterra, inaspettatamente, negli anni '50 ad una forte ripresa del risparmio personale. Questo aumento del risparmio ha contribuito forse più di qualsiasi altra cosa a rendere l'economia inglese ragionevolmente manovrabile; eppure, per quanto il fenomeno sia di vitale importanza, nessuno sa come spiegarlo. Di primo acchito si potrebbe supporre che si tratti semplicemente di un ritorno a tendenze normali dopo la ricostituzione postbellica delle attività reali; senonché non si è soltanto tornati ad un nuovo livello di risparmio personale, ma l'aumento continua. Il rialzo dei tassi di interesse è avvenuto troppo tardi nel decennio per aver avuto tempo di essere un importante fattore causale, sebbene possa aver dato un certo contributo. Forse il fattore più importante è stato il desiderio della gente dotata di redditi crescenti e favorita dalla piena occupazione di usare una più larga porzione di questa maggiore ricchezza per aumentare il proprio capitale. Un altro fattore, che può aver incoraggiato la tendenza ad assegnare una più larga parte del reddito crescente all'accumulazione capitalistica, è lo sviluppo dei vari congegni per l'investimento del risparmio personale: i servizi delle compagnie di assicurazione, delle « building societies », degli « investment trusts » si sono venuti espandendo e la loro conoscenza si è fatta molto più vasta.

Se queste considerazioni sono abbastanza vicine alla realtà, il livello del risparmio in condizioni di piena occupazione potrebbe continuare negli anni '60 ad essere molto alto, e potrebbe perfino ulteriormente salire. In circostanze siffatte i tassi di interesse devono essere abbastanza bassi da incoraggiare l'adozione di programmi di

investimento su una scala adeguatamente vasta. Ciò può non significare forti cambiamenti nel volume degli investimenti nell'industria privata. Gran parte del capitale di nuova formazione può essere assorbito da un'edilizia più moderna, che quasi certamente è molto elastica rispetto ai tassi d'interesse. La maggior parte della differenza può indirizzarsi verso il settore pubblico. Può darsi che più vasti investimenti nel settore pubblico siano il fenomeno degli anni '60 che può più di ogni altro contribuire all'efficienza dell'economia inglese; ma tali investimenti saranno tanto più razionalmente programmati se saranno valutati (anche se non necessariamente decisi) sulla base del giusto saggio d'interesse.

Fino a qual punto le autorità devono spingere una politica di riduzione dei tassi di interesse a lungo termine dipende in parte dall'elasticità della domanda di capitale nei vari settori, e forse anche dall'opinione della comunità circa l'opportunità degli investimenti divisi. (Se, per pura ipotesi, nessuno dei piani di investimento incontrasse favore, l'azione adatta consisterebbe in misure fiscali capaci di incoraggiare un più alto livello dei consumi correnti.) Ma la politica del tasso di interesse deve anche dipendere in larga misura da ciò che accadrà quanto al livello del risparmio. Perché il risparmio personale è aumentato così rapidamente? Il più alto livello dei tassi di interesse ha avuto qualche peso in questo sviluppo? Son questi i cui approfondimenti fa parte dei più urgenti temi da considerare per la politica economica inglese. Qualora tali quesiti restassero senza risposta, le autorità inglesi potrebbero mancare della base necessaria per esercitare i poteri reperiti *ex novo* nei confronti dei tassi a lungo termine.

I fattori « reali » non sono tuttavia tutto, a meno che il mercato non abbia completa fiducia nella stabilità a lungo termine del valore della moneta. Se esiste una continua aspettativa di inflazione ad un tasso non irrilevante, la domanda di attività che partecipino della natura di moneta — e le obbligazioni governative hanno ordinariamente questo carattere — si ridurrà relativamente alla domanda di beni « reali ». Come si è prima spiegato, e nonostante la critica del Prof. Kennedy, l'istinto dei giornalisti finanziari ha avuto ragione di ritenere che l'aspettativa di una continua inflazione porta a più alti tassi di interesse (8). Il tasso di interesse deve quindi essere con-

(8) Cfr. nota 7.

siderato in relazione alle prospettive di inflazione (9). Se le autorità monetarie sembrano aver successo nella loro politica antinflazionistica, i tassi delle obbligazioni possono essere più bassi che in un mondo rassegnato a sviluppi inflazionistici. Ciò non significa negare che la politica del tasso d'interesse ha qualche influenza sul controllo dell'inflazione: negli anni '50 una delle difficoltà incontrate nel controllare la domanda consistette nel fatto che i tassi di interesse erano in generale troppo bassi. La politica del tasso d'interesse ha ancora una parte da giocare nella lotta contro l'inflazione; la giusta determinazione dei tassi d'interesse in relazione alla situazione di fondo delle disponibilità di capitali può cioè contribuire a contenere in giusti limiti la pressione della domanda totale; ma questo è diventato, nella più recente fase dello sviluppo della politica economica, un aspetto secondario della politica dei tassi d'interesse. L'aspetto principale — la ragione fondamentale per cercare di realizzare il giusto tasso a lungo termine — continua ad essere l'opportunità di assicurare *sia* il pieno impiego delle risorse *sia* l'ottima distribuzione delle risorse che la comunità è disposta a destinare ad usi futuri. Se una comunità a ricchezza crescente sarà disposta a destinare ad usi futuri una crescente porzione delle sue risorse e vorrà evitare l'esperienza dell'ultima generazione — esaurimento prima e quindi improvvisa espansione delle occasioni di investimento —, e se avranno successo i tentativi di riconciliare la piena occupazione con uno stabile valore della moneta, i tassi d'interesse a lungo termine dovranno scendere.

Tutto ciò riposa sul presupposto che il mercato dei titoli governativi inglesi continui ad essere dominato dalle condizioni interne dell'Inghilterra. Se invece l'entrata dell'Inghilterra nel Mercato Comune ed il rafforzamento della cooperazione internazionale monetaria dovessero condurre ad una profonda internazionalizzazione del mercato obbligazionario, sia le condizioni di offerta che le condizioni della domanda diventerebbero senza dubbio più complesse. In pari tempo sarà però compromesso il potere di controllo delle autorità monetarie di ogni singolo paese; in breve, gli inglesi saranno meno di oggi in grado sia di giudicare in qual modo dovrebbero muoversi i tassi d'interesse, sia di guidarli nella direzione desiderata.

R. S. SAYERS

(9) Sottolineo che è la *prospettiva* che importa sotto questo punto di vista: il tasso effettivo di inflazione sperimentato non ha diretta importanza.