

Il tasso d'interesse come strumento di politica economica

I. — La credenza che variazioni del saggio d'interesse possano potentemente influenzare l'attività economica raggiunse il culmine nel *Trattato della Moneta* di KEYNES (1930) (1).

Oggi, guardando indietro, mi stupisce la fiducia e la semplicità dell'argomentazione del Keynes nei punti critici. Com'è risaputo, faceva perno quell'argomentazione sulla capacità del saggio d'interesse di rovesciare l'equilibrio fra volume degli investimenti e volume del risparmio. Sia l'uno che l'altro ne doveva essere influenzato; sosteneva il Keynes, pur ritenendo che l'effetto sul risparmio fosse spesso « in pratica quantitativamente modesto, specie in periodo breve ». La quantità più sensibile — così pensava ovviamente Keynes — era il valore degli investimenti. Ora il prezzo di domanda di beni capitali dipendeva da due elementi: « dal presunto futuro rendimento netto del capitale fisso (valutato dal mercato con opportuni scarti per tener conto dell'incertezza della previsione, ecc.), rendimento misurato in termini monetari; e dal saggio d'interesse a cui viene capitalizzato questo rendimento futuro ». La connessione con il tasso di sconto era quindi « immediata, diretta e ovvia ». Il Keynes continuava col mostrare in qual modo l'organizzazione del mercato finanziario tenda ad accentuare gli effetti dei movimenti del saggio d'interesse, onde abnorme difficoltà (in caso di rialzo del tasso di sconto) o abnorme facilità (in caso di ri-

basso) « per i nuovi mutuatari a collocare i loro titoli a prezzi prossimi a quelli quotati sul mercato per i prestiti esistenti ».

Questo inequivoco ragionamento è qualificato (2) con frasi che io credo contengano logicamente tutte le sostanziali riserve in seguito diffusamente sviluppate da altri autori. Ciò che distingue la trattazione di Keynes da quelle posteriori è che le sue qualificazioni sono formulate in modo tale da lasciare il lettore con la netta impressione che non possano sconvolgere le conclusioni raggiunte a fini pratici. Vi sarà — osserva il Keynes —

« un deciso effetto sul ritmo a cui i produttori di beni capitali potranno trovare compratori per i loro prodotti ad un prezzo soddisfacente, anche qualora la variazione nel saggio d'interesse venisse giudicata di breve durata; e tanto maggiore sarà quell'effetto, per altre e più ovvie ragioni, qualora quella variazione fosse ritenuta durevole. Tale sarà, quanto meno, il risultato, salvochè lo aumento nel saggio d'interesse del mercato non sia compensato da un simultaneo aumento, per altri motivi, nel rendimento del capitale fisso presunto per il futuro. Soltanto nell'ipotesi che il tasso più elevato basti appena a neutralizzare l'ottimismo del mercato circa le prospettive di rendimento di nuovi capitali fissi, la variazione sarà senza ripercussioni dirette sulla produzione di beni capitali. In tal modo, in linea generale (vale a dire, a meno che la variazione del saggio di sconto non sia per caso bilanciata da altri contemporanei mutamenti), è lecito attendersi. . . . »

e così via: tutto abbastanza valido in linea logica, ma certamente calcolato — come il resto dell'opera — al fine di portare il lettore a ritenere che il saggio d'interesse fosse un potente strumento anticiclico.

(1) Si vedano specialmente le pagine 200-9 del vol. I della edizione inglese. Tutte le mie citazioni sono ricavate da queste pagine [le quali corrispondono alle pagg. 289-302 della versione italiana, ed. Treves, 1932].

(2) Particolarmente a pag. 204.

2. — Nel 1936, quando apparve la *Teoria Generale dell'Occupazione, dell'Interesse e della Moneta*, Keynes aveva notevolmente mutato la sua posizione. Non che le innovazioni rivoluzionarie della *Teoria Generale* toccassero questo campo particolare. In realtà, il Keynes, nella *Teoria Generale*, non discusse sistematicamente degli effetti di variazioni nel saggio d'interesse. Il titolo del capitolo più importante al riguardo è per se stesso sintomatico: «Lo stato delle aspettative a lungo termine». Ivi il Keynes si lasciò andare ad illustrare nella sua maniera più brillante il modus operandi degli speculatori, data «la estrema precarietà delle basi conoscitive su cui dobbiamo costruire i calcoli dei probabili rendimenti futuri». A paragone di questo capitolo, scritto dal Keynes nello stile di persona che conosce il modo di far fortuna speculando (come, del resto, egli aveva fatto), i passi paralleli del *Trattato* hanno quasi il sapore di un prodotto d'aula scolastica. La conclusione è certamente molto diversa, agli effetti delle implicazioni pratiche, dalla impressione lasciata dal *Trattato*: alla fine del capitolo il Keynes osserva infatti (3):

«..... Noi siamo tuttora autorizzati a tornare a quest'ultimo (il saggio d'interesse) come ad uno strumento capace di esercitare, quanto meno in circostanze normali, una grande, anche se non decisiva, influenza sul ritmo degli investimenti. Solo l'esperienza, tuttavia, può mostrare fino a qual punto la manovra del saggio d'interesse sia atta a stimolare in via continuativa l'appropriato volume di investimenti. Per parte mia, sono oggi alquanto scettico quanto alle possibilità di una politica puramente monetaria volta ad influenzare il saggio d'interesse».

3. — Negli anni trascorsi fra il *MacMillan Report* e il *Trattato della Moneta* da una parte e la *Teoria Generale* dall'altra, questo mutamento di posizione da parte di Keynes era stato condiviso da molti altri economisti, almeno in Inghilterra. Si trattò probabilmente di una naturale reazione rispetto allo entusiasmo suscitato dalla prima analisi sistematica del ruolo spettante al saggio di

interesse nel ciclo economico. Un più accurato vaglio di premesse e deduzioni aveva condotto a più caute opinioni in merito alla efficacia del saggio d'interesse come regolatore dell'attività economica. Ma in parte quel mutamento fu dovuto anche all'apparente lentezza con cui le condizioni interne avevano reagito alla politica di «cheap money» perseguita in Inghilterra dalla metà del 1932 in poi e negli Stati Uniti da una data di poco posteriore.

La «cheap money» era stata introdotta in Inghilterra soprattutto perchè «a buon mercato» per il Tesoro, il quale da tempo stava cercando il modo di procedere ad una conveniente conversione del Prestito di Guerra 1929-47 (5 %); mentre d'altro canto tassi più bassi per i «rentiers» avevano un'attrattiva d'equità in un momento in cui la politica finanziaria inglese era per «tagli in ogni direzione» (4). Che poi la «cheap money» attraesse teorici ed uomini d'affari come stimolante anticrisi fu un vantaggio puramente fortuito. In seguito, introdotta che fu per motivi di Tesoreria — e sostenuta da un Tesoro insolitamente pronto a cercare il mezzo di sfruttare le implicazioni della depressione —, essa fu mantenuta come una arma anticiclica.

La ripresa economica fu tuttavia penosamente lenta e, sebbene oggi si possa, su basi statistiche, avvertire che il punto di svolta cadde intorno alla metà del 1932 e che il 1933 segnò un deciso miglioramento, a quel tempo non era facile esser certi che fosse in corso una durevole, generale ripresa. Per tutto il 1934 e anche nel 1935 il margine di risorse non impiegato o solo parzialmente occupato continuò ad essere notevolissimo; e, allorchè la ripresa aveva già percorso un buon tratto, come può constatare il senno d'oggi, molti in Inghilterra tendevano ancora a pensare alla depressione come a qualcosa che si trascinava da anni e che continuava a persistere. In tali condizioni, era naturale che — mentre il successo di rimedi

(3) A pag. 164 dell'edizione inglese [corrispondente a pag. 143 della versione italiana, ed. UTET, 1947].

(4) La base logica di siffatto indirizzo si può trovare nell'*Addendum* di McKenna-Keynes-Bevin al *MacMillan Report* (p. 190 e segg. del Cmd. 3897 del 1931).

più specifici (sul tipo dei dazi doganali) poteva essere percepibile — l'efficacia di un rimedio così generale e impreciso come la « cheap money » restasse oggetto di diffusi dubbi.

Gli economisti accademici, già propensi allo scetticismo, ne furono particolarmente infetti. La loro posizione fu prospettata con molta chiarezza nel noto articolo che Sir Hubert Henderson pubblicò nell'ottobre 1938 nel primo numero degli *Oxford Economic Papers* (5). In tale articolo, Sir HENDERSON analizzò gli effetti di variazioni nel saggio d'interesse, spiegò l'origine e la procedura della prima « inchiesta di Oxford » e commentò i risultati dei minuziosi interrogatori intercorsi con uomini d'affari. Quei risultati furono pure esaminati dai Proff. J. E. MEADE e P. W. S. ANDREWS nello stesso fascicolo degli *Oxford Economic Papers* (6). Essi erano stati, nell'insieme, negativi, nel senso che la maggioranza degli uomini d'affari aveva negato che le rispettive attività fossero state, o avessero probabilità di essere, direttamente influenzate in qualche modo da variazioni nei saggi di interesse, sebbene sia degno di nota che taluni dei « testi di maggioranza » abbiano cionondimeno espresso « il parere che il saggio di interesse sia un importante fattore per la situazione economica per motivi non facili da accertare ». Dalle risposte degli uomini d'affari, la disponibilità di risorse liquide appariva fattore di maggiore importanza che non il saggio di interesse ai fini delle decisioni ad investire (7). Tale conclusione fu espressa anche nell'articolo econometrico di A. J. BROWN, pubblicato nel se-

condo fascicolo degli *Oxford Economic Papers* (maggio 1939) (8).

Nella prima inchiesta di Oxford il complesso delle aziende prese in esame fu molto modesto e, forse, viziato nella rappresentatività perchè costituito soltanto da aziende prospere e in forte situazione finanziaria. Il Gruppo d'indagine degli economisti di Oxford (*Oxford Economists' Research Group*) ritenne che i risultati ottenuti da quel primo sondaggio fossero abbastanza importanti da giustificare un'inchiesta più vasta e sistematica; onde nel 1939 si rivolse un breve e semplice questionario a circa 1300 aziende. La procedura adottata è descritta nella prima parte di un articolo pubblicato dal prof. Andrews nel terzo numero degli *Oxford Economic Papers* (inizio del 1940). Il prof. Andrews analizzò ivi le risposte ottenute e offrì un « sommario » dei commenti che 209 imprese fecero seguire in adesione ad un invito ad integrare le precedenti risposte al questionario (9). In pari tempo (nello stesso fascicolo terzo degli *Oxford Economic Papers*) anch'io scrissi un breve articolo sui risultati dell'inchiesta complessiva. E, come conclusione generale, osservavo che « l'efficacia di quello strumento (il saggio d'interesse) in un mondo in costante mutamento doveva, necessariamente, essere considerato come assai modesto ». Sottolineavo altresì come ambedue le fasi dell'inchiesta avessero rivelato « l'importanza, per una politica di espansione aziendale, delle risorse interne dell'impresa stessa », ma avvertivo che il sistema bancario poteva fare poco per influenzarle col variare

zione molto cospicua degli investimenti totali. Ne, rileggendo attentamente le risposte, mi pare ragionevole concludere che gli effetti diretti e indiretti (ad esempio, di liquidità) di una variazione nel saggio di interesse, siano trascurabili per lo stesso settore particolare considerato dall'inchiesta ».

(8) Lo studio del BROWN — *Interest, Prices, and the Demand Schedule for Idle Money* — è incluso nel volume *Oxford Studies*, cit., pagg. 31-51.

(9) Anche l'articolo del prof. ANDREWS — *A Further Inquiry into the Effects of Rates of Interest* — è riprodotto integralmente a pagg. 51-67 di *Oxford Studies*, con l'esclusione del « sommario » dei commenti (che nell'edizione originaria occupava 22 pagine a carattere piccolo).

(5) *The Significance of the Rate of Interest*, ristampato nel volume *Oxford Studies in the Price Mechanism*, ed. by T. Wilson and P. W. S. Andrews, Oxford, 1951, pp. 16-27.

(6) In un articolo, *Summary of Replies to Questions on Effects of Interest Rates*, riprodotto per estratti nel citato volume *Oxford Studies*, pp. 27-30.

(7) A distanza di undici anni, il prof. Meade commenta: « ciò che mi sembra sia stato trascurato è la misura in cui le nostre interviste furono limitate ad imprese manifatturiere o commerciali a rischi elevati per le quali è da attendersi che il saggio d'interesse abbia la minima influenza giacchè il « premio di rischio » è tutto. Le cose possono stare ben diversamente per altri settori, ad esempio per l'edilizia, per l'elettrificazione delle ferrovie, ecc., settori che possono costituire una por-

la massa della « moneta oziosa » in essere. In linea generale, aggiungevo, « le prove raccolte ci ammoniscono a non aspettarci che gli strumenti della politica bancaria — e particolarmente il saggio di interesse — possano darci più che un aiuto complementare a procedere nella giusta direzione. La politica bancaria non basta » (10).

4. — Nel frattempo, la pubblicazione della prima fase dell'inchiesta di Oxford aveva indotto un economista di Harvard, J. FRANKLIN EBERSOLE, ad esaminare i « business cases » accumulati, a partire dal Dicembre 1920, dalla Graduate School of Business Administration di Harvard, per vedere se e come potessero illuminare sull'atteggiamento degli uomini di affari americani di fronte a variazioni nel saggio d'interesse. I risultati del prof. Ebersole sono illustrati in un articolo, *The Influence of Interest Rates upon Entrepreneurs Decisions in Business — A Case Study*, apparso nella *Harvard Business Review*, nello autunno 1938.

Negli archivi della Harvard c'erano in tutto 13.119 casi, via via raccolti da esperti « settoristi » e corredati da opportune introduzioni. Ma nessuno di essi era stato impostato nell'intento di far luce sul problema del saggio d'interesse, nè i singoli « settoristi » avevano avuto specifiche istruzioni al riguardo. Per buona parte, pertanto, essi non erano di nessuna utilità. Sulla base dei riferimenti d'indice, presentavano probabile utilità 591 casi, che furono pertanto prescelti; da altri 1637 casi di natura più dubbia fu tratto un ulteriore « campionario » (un decimo). Sul totale esaminato, soltanto 93 casi « implicavano problemi imprenditoriali di natura tale per cui i saggi d'interesse avrebbero potuto essere un fattore determinante »; di essi 63 non facevano menzione del saggio d'interesse, e 30 sì. La conclusione sintetica del prof. Ebersole su questi trenta casi deve essere riportata per intero:

« in 20 casi il saggio d'interesse non si presentava come un fattore influente per la decisione di espan-

(10) [Anche l'articolo del Prof. SAYERS — *Business Men and the Terms of Borrowing* — è incluso in *Oxford Studies*, cit., pagg. 67-84, tolto un paragrafo sulla finanza di guerra].

dere o di contrarre l'attività aziendale; soltanto in 10 il saggio d'interesse, ossia il costo dei fondi capitali, veniva riconosciuto come fattore influente. Fra questi 10 casi, non ve n'era alcuno in cui il saggio d'interesse fosse il fattore o esclusivo o decisivo ».

A questa ricerca il prof. Ebersole fece seguire un'inchiesta sulla misura in cui il problema del saggio di interesse aveva formato oggetto di considerazione nei corsi della Harvard Business School del 1936-37, giacchè la distribuzione della materia nei corsi stessi, tenuti da docenti in stretto contatto con il mondo economico, avrebbe dovuto riflettere in qualche modo i problemi più sentiti dagli uomini d'affari. Anche qui il risultato fu quasi completamente negativo. Onde, sulla base delle due indagini, il prof. Ebersole concludeva:

« C'è una forte presunzione, che dovrebbe essere verificata con più minuziose prove di fatto, in favore della seguente tesi: il saggio d'interesse non è considerato problema importante dalle direzioni aziendali; raramente è considerato fattore influente per le decisioni delle imprese a espandere o contrarre la propria attività; è un fattore « di controllo » in un numero trascurabile di casi » (11).

* * *

5. — I suddetti studi empirici, riprese che ebbero gli economisti le loro occupazioni di pace, sono stati oggetto di acuti commenti sia in America che in Inghilterra. Più precisamente, i commenti sono stati rivolti alla « prima fase » dell'inchiesta di Oxford, poichè la seconda, rimasta nell'ombra in conseguenza della guerra, non sembra abbia attratto l'attenzione in misura apprezzabile fuori di Oxford (12). Peraltro, non ritengo che una più diffusa conoscenza della seconda fase avrebbe sensibilmente spostato il piano delle

(11) A proposito della sua prima ricerca, il prof. Ebersole sottolineava che « non si può non aver dubbi sulla capacità da parte del settorista di scoprire o interpretare, e da parte dei dirigenti aziendali di riconoscere ed illustrare le basi delle loro decisioni e azioni ».

(12) Il terzo numero degli *Oxford Economic Papers* ebbe una diffusione insolitamente limitata. Mentre nella letteratura americana sono usuali riferimenti agli articoli pubblicati da Henderson, Meade e Andrews nel primo numero, io non ne ho trovato alcuno in merito agli articoli conte-

discussioni successive: probabilmente gli autori avrebbero accettato il fatto che le ricerche più estese della seconda fase fornivano una conferma dei precedenti risultati. E il tenore generale delle loro considerazioni non avrebbe subito modificazioni.

Ciò è vero — ne sono certo — per l'articolo del prof. MACHLUP, *Marginal Analysis and Empirical Research*, apparso nella *American Economic Review* del settembre 1946, articolo che tratta particolarmente delle relazioni fra costi marginali, costi medi e prezzi, e fra salari e produzione. In esso il prof. Machlup si esprime in senso nettamente critico in merito alle ricerche dei professori Hall-Hitch sulla teoria dei prezzi e il comportamento economico, pubblicate nel secondo numero degli *Oxford Economic Papers* (13). Egli non fa cenno della parallela inchiesta di Oxford sul saggio d'interesse, ma uno dei suoi argomenti generali è strettamente pertinente anche a questa materia. Avverte egli che in questo mondo di incertezze gli imprenditori si trovano di fronte a « estreme difficoltà di calcolo », e che le loro decisioni sono necessariamente basate, in notevole grado, su fattori non misurati nè, invero, misurabili. La spiegazione di un'azione di un uomo d'affari, osserva il prof. Machlup, « deve sovente includere ragionamenti che lo stesso individuo agente non compie coscien-

nuti nel terzo. Seppi, anzi, che almeno alcuni dei partecipanti (inglesi e americani) alle discussioni del dopoguerra in materia, erano, al momento di scrivere, completamente all'oscuro della « seconda fase » dell'inchiesta di Oxford.

(13) Lo studio di R. L. HALL e C. J. HITCH, *Price Theory and Business Behaviour*, è ora inserito, come capitolo terzo, in *Oxford Studies*, cit., pagg. 107-138. Secondo Wilson (v. p. XII della introduzione a *Oxford Studies*), « lo studio Hall-Hitch... fu il secondo frutto di maggior significato delle indagini del Gruppo di Ricerca degli Economisti di Oxford... Il processo di revisione delle teorie dell'impresa e dell'industria, cui quello studio diede un importante contributo, è ancora in atto, e forse è troppo prematuro formulare conclusioni sui suoi risultati. Per effetto, in parte, della guerra, il grosso delle discussioni è di data molto recente e i problemi sono tuttora confusi. Ma giova almeno notare che la nuova ortodossia del periodo 1930-39 è ormai sotto il fuoco di serie contestazioni ».

mente (in quanto l'azione è diventata routine) e che forse non sarebbe nemmeno capace di compiere con esattezza scientifica (in quanto tale esattezza non è necessaria nella vita di ogni giorno) » (p. 534-535).

Dubbi analoghi hanno evidentemente turbato il prof. ROBERTSON, il quale in una recente conferenza (14), osservava:

« Negli ultimi anni molta attenzione hanno richiamato talune inchieste in cui uomini d'affari ebbero a dichiarare che il saggio d'interesse avrebbe scarsa o nessuna influenza sulle loro decisioni. Io mi chiedo se essi realmente intendessero dire questo, oppure, se volessero soltanto osservare che, considerata la situazione nel suo complesso, essi finiscono spesso per decidere in un senso diverso da quello cui li indurrebbe il saggio d'interesse se questo fosse il fattore esclusivo ».

6. — Prima di interferire con miei commenti, ritengo necessario richiamare la posizione generale assunta in questi ultimi tempi da quattro autorità degli studi economici.

Apparve, innanzitutto, nell'*American Economic Review* del dicembre 1945, un articolo molto importante del prof. F. A. LUTZ, *The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy*. L'articolo si richiama all'inchiesta di Oxford (prima fase) e cerca una base teorica per i risultati generalmente negativi dell'inchiesta stessa.

Le conclusioni del prof. Lutz (p. 830) possono così riassumersi: 1) è improbabile che i saggi a breve termine abbiano influenza sulle scorte; 2) è improbabile che i saggi a lunga scadenza abbiano influenza sulle decisioni ad investire nell'industria manifatturiera; 3) « in certe circostanze, una variazione nel saggio d'interesse (a lungo termine) può influire sulle decisioni d'investimento nel settore dei servizi pubblici (incluse le ferrovie) e nell'edilizia civile »; 4) variazioni del saggio d'interesse possono influenzare la pron-

(14) La conferenza è stata pubblicata — con il titolo *What Has Happened to the Rate of Interest?* — nel periodico inglese « *The Three Banks Review* » del marzo 1949. Per le opinioni del prof. Robertson su tutta la materia, si veda anche l'edizione 1948 della sua *Money*, cap. X, par. 6. [Il cap. X qui richiamato è apparso in versione italiana anche in questa Rivista, n. 4, quarto trimestre 1948, p. 438 e segg.].

tezza di istituzioni finanziarie a concedere crediti o a collocare obbligazioni o azioni, « di guisa che il saggio d'interesse può influenzare il volume degli investimenti anche senza mutare i calcoli di profitto degli imprenditori ».

Simili conclusioni coincidono con quelle espresse da Sir Hubert Henderson nel suo saggio del 1938, fatta eccezione per la 4) che non ricorre in Henderson, ma era stata però formulata in termini più ristretti da Keynes nel *Trattato della Moneta* (15). Peraltro, nelle diffuse argomentazioni con cui perviene a quelle vecchie conclusioni, il prof. Lutz ha molti passi penetranti sulle relazioni fra decisioni economiche e disponibilità di capitale. Per esempio, nel considerare gli effetti di variazioni dell'interesse sulla domanda di beni durevoli di produzione, egli osserva che nella maggior parte dei settori dell'industria manifatturiera un flusso continuo di invenzioni tecniche fa sì che il fattore dello invecchiamento sommerga il fattore del saggio d'interesse, laddove nei servizi pubblici « il ritmo del progresso tecnico, e perciò l'importanza delle invenzioni, è probabilmente più limitato ». Ancora, molte società « basano i loro calcoli su qualche tasso « normale » di rendimento considerato appropriato al loro ramo di attività, tasso che è indipendente dai movimenti di mercato del saggio d'interesse a lungo termine » — quantunque la misura « normale » dell'imprenditore abbia ogni probabilità di essere riveduta col passar del tempo per adattarsi a variazioni verosimilmente durevoli nei saggi di mercato. Dato che i servizi pubblici dipendono dai mercati finanziari organizzati più strettamente di quanto non avvenga in generale per l'industria manifatturiera, ci si dovrebbe aspettare che, per questo solo motivo, i servizi

(15) P. 203-4 del vol. I. Un'altra utile discussione americana sulla variabile disponibilità di fondi per prestiti è offerta dall'articolo di HENRY C. WALLICH, *The Changing Significance of the Interest Rate*, nell'«American Economic Review» del Dic. 1946; articolo che si richiama alla « grande delusione » dell'inchiesta di Oxford e del saggio di Ebersole e risente molto della « teoria stagazionista ».

pubblici abbiano ad essere più sensibili a variazioni nel saggio di mercato (16).

Seconda venne la trattazione del prof. HARROD, svolta nelle lezioni all'Università di Londra e rifusa nel volume *Towards a Dynamic Economics* (MacMillan, 1948).

Il prof. Harrod si occupa principalmente dei problemi di lungo andare di un'economia dinamica, ma la discussione dedicata alla politica anticiclica comincia con « un punto negativo di importanza cardinale », e precisamente con l'asserzione che « variazioni nel saggio di interesse non giocano una parte importante nel nostro armamentario anticiclico » (p. 117 e segg.). In un passo precedente (seconda lezione) il prof. Harrod esamina la relazione fra saggio d'interesse e offerta di risparmio e giunge alla conclusione ch'essa è indefinita quanto a direzione e dipende troppo da forze di lento movimento per essere di qualche importanza concreta per la politica anticiclica. Per ciò che riguarda gli investimenti, Harrod rigetta la tesi di Hawtrey sulla sensibilità delle scorte rispetto al saggio d'interesse a breve termine, attingendo ad argomenti ormai resi familiari da Keynes e da numerosi autori successivi e adducendo la testimonianza del « coro dei mercanti, operatori e produttori ». Seguendo l'elegante articolo pubblicato dal prof. G. L. S. SCHACKLE nell'*Economic Journal* del marzo 1946 (17), il prof. Harrod ritiene che, sebbene la domanda di capitale possa alla fine risultare più reattiva di quanto non sia in via immediata a variazioni nel saggio di interesse, non ci si dovrebbe « aspettare un notevole aumento nelle spese capitali nel pe-

(16) Sento l'obbligo di avvertire che le osservazioni chiarificatrici del prof. Lutz non si limitano affatto agli aspetti richiamati con le citazioni del testo; ho voluto soltanto scegliere come esempi due punti che mi parvero particolarmente interessanti e, credo, trattati con novità di argomentazioni. Sono ben consapevole che in tal modo ho reso ben poco giustizia ad un articolo che ha, fra l'altro, il merito di sottoporre ad analisi sistematica l'intero problema.

(17) *Interest Rates and the Pace of Investment*; l'analisi del prof. Schackle sviluppa, ad un alto livello di astrazione, argomenti che sono sostanzialmente simili a quelli proposti da Sir Hubert Henderson nel citato articolo del 1938.

riodo immediatamente successivo ad una variazione del saggio d'interesse a lungo termine». La sua conclusione più importante è che, in ogni modo, il saggio d'interesse a lungo termine non può essere di utilità come arma anticiclica perchè non può essere spostato « in alto e in basso in misura considerevole entro l'ambito del ciclo (18).»

7. — Fino a questo momento la corrente si era rivolta abbastanza decisamente contro la vecchia idea che il saggio di interesse sia un'arma importante per tener in carreggiata una economia monetaria. Ma, da ultimo, due altri economisti di primo piano si sono espressi a favore di un ritorno a metodi di controllo che facciano posto al saggio d'interesse.

Nella sua opera *Planning and the Price Mechanism* (Allen & Unwin, 1948), il prof. J. E. MEADE ha propugnato un maggior impiego del meccanismo dei prezzi per il controllo del sistema economico e, quale parte del meccanismo dei prezzi, la reviviscenza del saggio d'interesse come arma antinflazionistica (19). Sostiene il prof. Meade che un più alto saggio d'interesse influenzerebbe ambedue i lati dell'equazione domanda-offerta: scoraggerebbe, cioè, le spese di consumo dei capitalisti e aiuterebbe a risolvere il problema del contenimento degli investimenti. In particolare, il Nostro è d'avviso che un alto saggio d'interesse stimolerebbe a criteri di « rappezza-e-tira-avanti » quanto alle attrezzature industriali fino a quando non si fosse smorzata la immediata pressione della domanda. Egli si dimostra ben conscio (p. 31 e segg.) della difficoltà di provocare variazioni molto marcate nel saggio di interesse a lungo termine, ma non sembra

considerarle come insuperabili (a differenza del prof. Harrod) (20).

Da ultimo, infine, il prof. ROBERTSON (nella citata *The Three Banks Review* del marzo 1949), pur senza formulare proposte con la precisione del prof. Meade, ha espresso seri dubbi sulla saggezza di « tenere in ceppi il saggio di interesse » ed ha auspicato « un approfondito riesame negli ambienti accademici ».

Come il prof. Meade, egli ritiene che ambedue i lati dell'equazione possono essere reattivi. Da una parte, richiamandosi alla tesi del Cassel che il saggio d'interesse sia in rapporto alla lunghezza della vita umana, è d'avviso che la « decumulazione » — o consumo di risparmio — è grandemente incoraggiata dai saggi d'interesse estremamente bassi in vigore in questo dopoguerra. Dall'altra parte, pensa che le spese capitali possano essere ragionevolmente sensibili a variazioni nel saggio d'interesse.

Aggiunge poi una terza argomentazione che finora non ho visto formulata altrove: in precedenti sistemi monetari « era abbastanza evidente a chicchessia che se si fosse preteso un livello esorbitante di saggi salariali, non ci sarebbe stato, tout court, il denaro per pagarne l'importo totale »; ma se invece le autorità sono decise a tener basso il saggio d'interesse, non c'è alcun freno monetario da opporre ad un'inflazione salariale imposta dai sindacati in condizioni di piena occupazione, e le autorità monetarie « abdicano in effetti a quel potere di sovranità sulla misura del valore che noi pensavamo di aver affidato alla loro responsabilità » (21).

(18) Il prof. Schackle aveva osservato (loc. cit., p. 17) « che storicamente in Inghilterra i movimenti del saggio d'interesse a lungo termine raramente sono stati rapidi o marcati abbastanza da costituire mutamenti apprezzabili di ambiente o da impegnare la consapevole attenzione degli imprenditori in quanto tali ».

(19) [La tesi del prof. Meade è svolta nel capitolo intitolato « Il controllo dell'inflazione e della deflazione », che questa Rivista ha pubblicato in traduzione italiana nel numero 5, primo trimestre del 1949].

(20) La misura sostitutiva proposta dal professor Meade — tassazione variabile dei beni capitali qualora non si possa procedere a sufficienti variazioni del saggio di interesse — farebbe rizzare i capelli ai Commissari per le entrate tributarie (Inland Revenue Commissioners).

(21) Il prof. Robertson non sviluppa tutte le possibili implicazioni di questa osservazione; ma suppongo che sarebbe d'accordo che un'economia, in cui si cessasse di credere in una ragionevole stabilità della misura dei valori, cesserebbe anche rapidamente di offrire un terreno favorevole all'iniziativa privata.

* * *

8. — È così il dibattito continua. In un campo in cui hanno camminato degli angeli, non spetta a me tentare di concludere — e tanto meno di offrire un fiducioso giudizio! Voglio però, prima di terminare queste note, prospettare qualche commento su certi aspetti particolari del problema.

Per prima cosa, un punto secondario. Il lettore avrà già avvertito che taluni fra i più autorevoli economisti contemporanei sottolineano in modo speciale la sensibilità del risparmio rispetto a variazioni del saggio di interesse. Nell'argomentare al riguardo, essi, quasi invariabilmente, parlano dell'influenza di successive riduzioni del saggio d'interesse a spinger la gente *a vivere intaccando il capitale*. In ciò sono seguiti da un gran numero di volgarizzatori: oserei quasi dire che gli scrittori contemporanei sono ossessionati dal fenomeno del consumo (*decumulation*) dei capitali di proprietà privata. Eppure, non sempre era stato così; al tempo dei miei primi studi di economia, 20 anni fa a un dipresso, economisti, banchieri e altrettali esperti usavano parlare dell'influenza dello interesse a *stimolare il risparmio*. Gli argomenti a sostegno erano, naturalmente, gli stessi; ma non posso fare a meno di pensare che il contrasto di espressione sia significativo. Nel decennio dal 1920 al 1930, i saggi di interesse erano all'incirca del 2 % più elevati di oggi, e il consumo del risparmio personale era un'eccezione; oggi, sembra piuttosto fenomeno fin troppo comune. È perfettamente vero che l'aumento nella tassazione della proprietà ha alterato la situazione fino a renderla irricognoscibile; ma non può anche darsi che la caduta dei saggi di interesse abbia avuto un qualche rapporto con la maggior prontezza con cui l'espressione « consumo di capitale » ci sfugge dalla lingua o dalla penna?

9. — In secondo luogo, le argomentazioni degli economisti accademici sono fin troppo esposte a trascurare le imperfezioni veramente notevoli del mercato finanziario. Più o meno implicitamente, esse assumono (a) che un saggio d'interesse valido per prestiti concessi da un'azienda sia lo stesso — o

quasi lo stesso — del saggio a cui la medesima azienda può prendere a prestito (22); (b) che i saggi a cui differenti operatori possono ottenere credito sono, se non identici, almeno così limitatamente differenziati da fattori di incertezza (implicitamente misurabili) da poter assumersi che tutti i tassi si muovano insieme; e che un mutamento nella disponibilità di capitale si esprima esclusivamente in variazioni nei saggi d'interesse.

In un mondo in cui la disponibilità di capitale è necessariamente legata a rischi personali, simili assunzioni sono fantasticamente lontane dalla realtà — anche per Paesi in cui i mercati finanziari abbiano raggiunto il massimo sviluppo. È quindi necessario esaminare le implicazioni derivanti dalla eliminazione di ciascuno di quegli assunti.

a) Perfino per aziende di grandi proporzioni non è lecito assumere che i tassi per i fidi ricevuti ed i tassi per i prestiti accordati siano identici. A meno che non assuma rischi estranei alla sua fondamentale attività, un'impresa non può « investire » temporaneamente le proprie risorse liquide se non ai tassi relativamente bassi praticati per i depositi bancari o per titoli a breve termine. Di conseguenza, se l'impresa dispone già di fondi liquidi, un aumento nei saggi d'interesse, sia pur molto marcato, non la distoglierà da spese capitali che, in precedenza, essa avesse giudicato redditizie. Quanto più piccola l'azienda, tanto maggiore è il divario fra i saggi attivi e passivi, e quindi tanto più rigidamente il suo programma di spese in conto capitale sarà dominato dalla liquidità della sua struttura patrimoniale piuttosto che da movimenti esterni nei saggi di interesse. Di qui l'importanza che gli uomini d'affari attribuiscono alle proprie attività liquide « interne » allorchè sono interpellati in merito alla determinazione delle loro spese in conto capitale (23).

b) L'assumere che i saggi d'interesse per differenti affidati siano, se non gli stessi, quanto meno coordinati l'uno all'altro in una qualche maniera regolare è certo solu-

(22) Un simile presupposto è implicito, per esempio, in gran parte dell'argomentazione del prof. Meade.

(23) Si veda sopra il par. 3.

zione che attrae. Dubito però che, così facendo, si sia consapevoli della concreta gamma dei saggi effettivi. Oggi, in Inghilterra, i prestiti bancari sono disponibili per le grandi imprese a circa il 3-4 % e alle aziende minori, poniamo, al 4-5 %; negli Stati Uniti, la gamma non è molto più ampia. Eppure, in ambedue i paesi c'è un notevole volume di crediti in essere a tassi senz'altro maggiori — per esempio i prestiti per « hire purchase » (24) sono del doppio più elevati, e i crediti dei commercianti ai compratori sono a condizioni svariatissime, malamente definite e sempre assai onerose. Dato che i prestiti sono necessariamente legati alle incertezze di aziende individuali, saggi di interesse enormemente diversi possono essere — e sono — applicati a particolari affidati.

Non tutti gli operatori bisognosi di prestiti si rivolgono alle banche, sia perchè non possono offrire soddisfacenti garanzie o perchè usufruiscono già di prestiti bancari fino ai limiti massimi consentibili, o perchè sono restii a permettere ai banchieri un esame sufficientemente approfondito dei segreti aziendali. Inoltre, la misura in cui un'impresa è disposta a *prendere a prestito* è limitata dalla sua riluttanza a impegnarsi a pagamenti monetari fissi (25): oltre questo limite (pur esso variabile a seconda dello stato delle aspettative economiche) l'impresa è disposta a incrementare i propri mezzi soltanto mediante

(24) [Sul sistema del *hire purchase* — varietà inglese del credito al consumo — e sul credito al consumo in generale, si veda questa Rivista, n. 2, secondo trimestre 1948, p. 204 e 184].

(25) Si veda la seguente autorevole dichiarazione resa di recente su una questione del tutto indipendente: « Prima di pompar fondi per spese capitali in lavori di riattrezzatura o modernizzazione, è necessario che il proprietario dello stabilimento sia in grado di partire bene attingendo a profitti. Egli non si metterà un cappio al collo prendendo a prestito su larga scala; nè dovrebbe essere sollecitato a tanto, giacchè l'indebitarsi per rinnovare le attrezzature equivale (per ripetere il raffronto usato di recente dal Presidente dei *Master Cotton Spinners*) a ipotecare la casa per ripararne il tetto... E sappiamo tutti dove può portare un'operazione del genere ». (P. 118 dello articolo *Machines and Manpower in Spinning* di C. Henniker-Heaton, pubblicato in « *The Banker* », maggio 1949).

l'emissione di azioni. La difficoltà di collocare azioni varia grandemente, specie a seconda che si tratti di grandi o piccole aziende. In modo piuttosto paradossale, lo sviluppo di organizzate Borse Valori ha accentuato quel divario — per la facilità con cui l'investitore « profano » può limitare il suo interesse alle società i cui nomi sono divenuti familiari. Può ben darsi che la prospettiva di dividendi debba essere « attuarialmente » di tre volte maggiore per una piccola che non per una grande azienda perchè la prima possa avere uguali possibilità di aumentare il capitale azionario (26).

Ora, queste discrepanze — sia fra saggi per prestiti che fra saggi di « dividendi prospettivi » — non sconvolgerebbero le argomentazioni degli economisti qualora si potesse assumere che rappresentano mere valutazioni di rischio compiute da molti prestatori (inclusi i potenziali acquirenti di azioni) il cui denaro sarebbe trasferibile da un affidato all'altro, e che le valutazioni di rischio non sono esse stesse ad andamento irregolare. Di fatto, però, le valutazioni di rischio sono altamente soggettive e il mercato finanziario è suddiviso in un numero infinito di tasche fra cui il denaro non si « travasa » prontamente nell'una o nell'altra direzione tosto che venga turbato un dato precostituito rapporto di prezzi.

In base ai due ordini di motivi accennati, le imperfezioni del mercato dei capitali infirmano la validità della nozione secondo cui variazioni nel saggio d'interesse indotte dalle autorità monetarie possano contrastare fluttuazioni economiche. Ma, in pari tempo, esse rafforzano l'azione esercitata da un mutamento indotto nelle aspettative. Ci sono, in realtà, molte ragioni per supporre che mutamenti nel « saggio d'interesse » provochino mutamenti nelle aspettative (27). Mutamenti

(26) Per queste osservazioni sono molto obbligato a lavori ancora inediti del Sig. R. F. Henderson del Corpus Christi College di Cambridge che si è specializzato nella materia. Per ragguagli sugli Stati Uniti (dove si rilevano identiche condizioni) il sig. Henderson ha attinto ad opere già note, per esempio, a *Business Finance and Banking* di Saulnier and Jacoby, New York, 1947.

(27) Si veda oltre il par. 11.

nelle aspettative indotti da una caduta nel «saggio d'interesse» rendono il mercato dei capitali accessibile a mutuatari (o altri operatori) che per l'innanzi non potevano affatto ottenere capitali. In altre parole, non è che quando «il tasso» cade dal 5 al 3 un'azienda possa ottenere capitali al 13 anziché al 15 %; ma bensì che l'azienda che precedentemente non riusciva ad ottenere capitali a nessuna condizione sopportabile, può ora ottenerli (a condizioni sopportabili) al 13 %. Vari scrittori, naturalmente, hanno segnalato particolari manifestazioni di una tale tendenza: sia Keynes che Hawtrey, per esempio, hanno accennato alla possibilità che il flusso delle nuove emissioni (per i titoli quotati in Borsa) sia regolato dal movimento dei prezzi delle emissioni precedenti; e Lutz ha sottolineato il punto in forma generale (28), ricordando a mo' d'esempio il credito edilizio, dove gli «apporti in proprio» e i periodi di rimborso variano ambedue in modo che la moneta a buon mercato giunge a mutuatari che prima non avevano la possibilità di mutuare a nessun prezzo. In proposito aggiungo solo che questi sono esempi particolari di un fenomeno molto comune, e che non si tratta di un fenomeno di «circolazione» che mantiene costanti le differenze di tasso, ma di mutamenti indotti nelle aspettative che aprono o chiudono completamente canali attraverso cui il denaro affluisce sui mercati in cambio di risorse reali.

Se quest'assunto è corretto, è possibile che, quando una caduta nel «saggio d'interesse» è determinata da fattori monetari (vuoi per deliberate manipolazioni oppure per reazione automatica a condizioni della domanda), talune spese capitali siano stimolate nel modo supposto venti anni fa dalla maggior parte dei teorici, ma che un maggior volume di spese si determini per il fatto che investitori potenziali — in specie, piccole aziende — hanno l'impressione di poter ottenere più capitali quando lo vogliono (29); e questo

(28) Si veda sopra il par. 6.

(29) Dico «hanno l'impressione» perchè il processo non è netto e consapevole abbastanza da garantire maturità di riflessione nelle risposte ad un questionario di teorici.

ultimo mutamento è dovuto, almeno in parte, alla credenza che in qualche modo il danaro a buon mercato provocherà un miglioramento nell'attività economica.

Tutto ciò può sembrare una maniera inutilmente elaborata per dire che il denaro a buon mercato avrà successo perchè ci si attende che debba averlo; ma a me l'elaborazione è stata indispensabile al fine di riconciliare quest'affermazione con i fatti rivelati dall'indagine empirica. Tuttavia, sia essa espressa in forma elaborata o semplice, quella affermazione è parimenti esposta all'obiezione che il mondo economico non può aver «inventato» l'idea che il saggio d'interesse abbia importanza, e che nel passato ci deve essere stato qualche base più razionale a fondamento della condotta degli uomini di affari. È quindi necessario supporre che il *modus operandi* di variazioni dei tassi non sia sempre stato quello di oggi.

10. — Personalmente, io non trovo affatto difficile ammettere questo punto. Al contrario, troverei impossibile pensare che, in un ambiente economico in evoluzione sotto quasi tutti gli altri aspetti, gli effetti di variazioni nei saggi d'interesse si fossero sempre concretati nelle stesse identiche forme.

Recenti lavori di storia dell'economia hanno fatto un po' di luce sulla possibilità che il saggio d'interesse operasse in una forma keynesiana (del «tipo» 1930) prima che vi fosse una qualsiasi dottrina «dominante» a contagiare gli uomini d'affari. Gli accenni del prof. Ashton (30) sulle prime fasi della rivoluzione industriale sono particolarmente significativi, perchè gli eventi da esso descritti precedettero certamente la formulazione di qualsiasi coerente dottrina. Il prof. Rostow (31) è più cauto: egli conclude che il «fattore monetario» era nel periodo considerato (1790-1914) «un elemento essenzialmente negativo nei cicli dell'economia inglese», e sebbene ritenga che la crisi di li-

(30) Nell'opera *Industrial Revolution*, Londra, 1948, passim.

(31) In *British Economy in the Nineteenth Century*, Oxford, 1948 (si vedano specialmente le pp. 56-57).

quidità che *succedeva* all'acme dell'espansione aggravasse di molto la depressione, evidentemente attribuisce un tale aggravamento alle « affrettate liquidazioni e al diffondersi del panico » piuttosto che agli alti saggi di interesse. Sulla questione se i saggi d'interesse fossero decisivi prima della crisi, il professor Rostow non va oltre le seguenti affermazioni :

« I fatti suggeriscono. . . che saggi d'interesse in aumento, allo stesso modo che prezzi crescenti, simbolizzavano l'avvicinarsi ad una posizione instabile di piena occupazione. Essi rendevano le condizioni di costo differenti da quelle attese allo atto di assumere i vari impegni e determinavano altresì tensioni psicologiche. . . ».

La mia personale conoscenza delle fonti storiche del secolo passato e dell'attuale è, naturalmente, molto più ristretta di quella dei due storici citati, ed è più ristretta in un modo unilaterale : essa riguarda soprattutto scritti su aspetti finanziari, i quali possono ben esagerare l'influenza di misure finanziarie. Con questa avvertenza, voglio arrischiare, per quello che possono valere, due impressioni generali.

In primo luogo, nei primi decenni del secolo scorso, non soltanto la prosperità dell'Inghilterra, ma quella del mondo intero, dipendeva, in misura addirittura anormale, dalla attività mercantile *inglese* che ricorreva a crediti a breve termine per volumi notevolissimi. La *disponibilità* di tali crediti variava profondamente (per la primitività del sistema bancario) anche per i mercanti più solidi, e il saggio d'interesse variava con la disponibilità. Un aumento nel saggio di interesse significava perciò una *restrizione* di credito in un senso strettamente letterale ; di conseguenza, il volume dell'attività speculativa — specie nel commercio di esportazione e pertanto nelle nuove industrie in espansione — era vivamente reattiva a variazioni nel saggio d'interesse.

In secondo luogo, nei decenni successivi, modificatesi le condizioni ora accennate, la prosperità mondiale e (con essa) la prosperità inglese divenne più chiaramente collegata al ritmo delle concessioni di credito inglesi all'estero a lungo termine ; ritmo che

a sua volta era sensibilissimo a temporanei movimenti nei saggi d'interesse sul mercato monetario londinese. Un aumento nei tassi londinesi provocava un arresto nelle emissioni estere di capitale a Londra e una strozzatura piuttosto rapida delle spese capitali nei paesi stranieri (mutuatari), con ripercussioni immediate sulle industrie inglesi d'esportazione.

Così, in fasi successive, e attraverso meccanismi piuttosto diversi, gli inglesi constatarono che un aumento nei saggi d'interesse doveva essere considerato come un segnale d'allarme (32) — anche se poi non tutti tiravano dentro immediatamente le corna.

II. — In qualche modo del genere gli uomini d'affari acquisirono indubbiamente la base razionale di ciò che oggigiorno può essere in parte un'opinione irrazionale. Ma qualunque sia stato il processo storico, è fuori questione che il mondo economico abbia avuto quell'opinione. È vero che negli anni dopo il 1930, allorchè i saggi d'interesse erano bassi, gli uomini d'affari propendevano a minimizzarne l'importanza ; ma, per contro, dal 1920 al 1930 — fase di alti tassi — gli stessi operatori avevano sottolineato a gran voce (ricordo la Confederazione delle Industrie Inglesi) gli effetti depressivi della moneta cara : e, in realtà, in parte fu proprio per il persistere di una siffatta agitazione che si nominò, nel 1929, il Comitato MacMillan. Davvero, non posso trattenermi dal chiedermi che genere di risposte avrebbe suscitato un'« inchiesta Oxford » prima del 1930.

D'altra parte, nel decennio 1930-40, speciali circostanze tendevano a limitare la sensibilità degli investimenti rispetto a bassi saggi d'interesse. Molti degli scrittori intervenuti nel dibattito (33) hanno dimostrato come elevati fattori di rischio diminuiscano l'elasticità degli investimenti rispetto a variazioni dei tassi. Ora, nel collasso economico del 1930 e anni seguenti, il mondo degli affari fu scosso in un modo senza prece-

(32) Ritengo che questo sia probabilmente il significato da attribuire all'espressione del Rostow « tensioni psicologiche ».

(33) In particolare, il prof. Schackle e il professor Lutz negli articoli sopra citati.

denti. Nel decennio precedente, gli operatori inglesi erano stati ossessionati dall'idea del « ritorno alla situazione prebellica »; la recessione del 1921-22 era stata accettata come parte di un processo di riadattamento alla normalità; e il ripristino del regime aureo nel 1925 e i gradualisti sforzi per la prosperità negli anni successivi erano stati interpretati come prove che si stava « tornando indietro ». Sopravvenne, invece, la grande crisi, e la convinzione che non si poteva « tornare indietro », che il mondo non sarebbe stato più quello di prima per il commercio inglese. In una misura che non aveva precedenti, almeno a memoria d'uomo (34), la gente veramente non sapeva più che cosa sarebbe successo nell'immediato avvenire. E questa mancanza di fiducia, assolutamente eccezionale, durò per anni (35). Con simili fosche tinte aduggianti tutta l'esperienza recente, sarebbe stato sorprendente se gli uomini di affari avessero mostrato meno scetticismo nelle risposte date agli economisti di Oxford.

Altro fattore tendente a rendere gli investimenti produttivi meno elastici alle variazioni del tasso d'interesse durante il periodo interbellico in confronto a periodi precedenti, fu la più grave tassazione dei grossi redditi, per quel tanto in cui sottraeva ad aziende « risorse interne » a fini di sviluppo. Per motivi di equilibrio finanziario, molte imprese sono probabilmente ben disposte ad imbarcarsi in programmi di espansione che possono implicare un certo ricorso al credito qualora abbiano modo di attingere una larga parte dei mezzi a profitti accantonati; e quindi il nuovo regime fiscale verosimilmente esercitò un'influenza cumulativa nel frenare il ricorso al credito da parte di aziende industriali nel periodo interbellico.

Per tali ragioni sono proclive a ritenere che la insensibilità rivelata dall'inchiesta di

(34) Fatta eccezione del periodo bellico.

(35) Cause più fondamentali della profondità e persistenza della depressione di quel periodo sono prospettate nell'importantissima opera del prof. J. K. HICKS, *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, apparsa dopo la stesura del presente articolo (Oxford, 1950). La spiegazione da me data nel testo non è affatto incompatibile con la presenza anche dei fattori menzionati dal prof. Hicks.

Oxford era qualcosa di assolutamente nuovo nella storia economica inglese. Anche così, resta il fatto che in quell'inchiesta uomini d'affari, pur negando che i loro atti ne fossero mai stati direttamente influenzati, espressero vagamente l'opinione che il saggio d'interesse *in realtà* influenzi la situazione generale (36).

12. — Tenuto conto di tutte le precedenti osservazioni, sono incline a ritenere che variazioni nel saggio d'interesse possono avere un'influenza notevole sull'attività economica attraverso l'azione esercitata sia sulle spese in conto capitale sia sulle spese per consumi. Ma devo aggiungere che l'azione del primo tipo dipende in parte dal fatto che variazioni del saggio d'interesse provocano variazioni nella disponibilità assoluta di capitale, per particolari scopi, e che una tale catena causale è in parte fondata sulla malcerta base dell'esperienza passata — esperienza di condizioni diverse da quelle prevalenti oggi. Se ciò è esatto — se cioè variazioni nel saggio d'interesse sono efficaci in parte perchè gli operatori sanno che esse solevano essere tali — dobbiamo aspettarci che la loro efficacia diminuisca via via che le condizioni propizie al loro operare svaniscono nel passato. Gli atti degli operatori possono oggi basarsi sulle teorie dei padri, teorie a loro volta fondate sulle condizioni prevalenti ai tempi dei nonni; ma col passare del tempo, le generazioni mutano, e noi stessi abbiamo constatato come le teorie mutino di conserva. Invero, il mutamento può sopravvenire molto più rapidamente di quanto io non abbia lasciato intendere. E se nell'ultima fase del XIX secolo le variazioni nel saggio d'interesse esercitarono nel mondo la massima influenza attraverso i loro effetti sul ritmo dei prestiti esteri inglesi, era cosa piuttosto naturale che si dovesse cominciare a dubitare dell'utilità di un siffatto strumento nel periodo interbellico, allorchè i prestiti esteri inglesi si contrassero.

(36) Si veda l'articolo citato di P. W. S. ANDREWS, *A Further Inquiry into the Effects of Rates of Interest*, in *Oxford Studies*, p. 51.

Dopo una fase durante la quale l'efficacia di questo strumento dipese in parte (irrazionalmente) da condizioni storiche ormai superate, ci si dovrebbe aspettare che essa efficacia diminuisca. Ma altre condizioni stanno forse agendo nell'opposta direzione.

Anzitutto, in America almeno, ci si può attendere che una crescente porzione del consumo prenda la forma di beni durevoli, per i quali la spesa può facilmente essere posposta o accelerata; invero, è degno di nota il fatto che commentatori degli sviluppi monetari americani prestino oggi molta attenzione alla variazione nella spesa dei consumatori che può essere considerevolmente influenzata dalle condizioni del cosiddetto credito al consumo.

In secondo luogo « la nuova metallurgia » del periodo interbellico — produzione di navi, di macchine e attrezzature di molto maggior durata — può in definitiva condurre ad un certo prolungamento del « periodo di ammortamento » del capitale industriale oltre i brevissimi tempi oggi prevalenti. E, come è stato dimostrato da molti degli Autori sopra richiamati (37), è la brevità di questi periodi che lascia una così esigua base per una politica del saggio d'interesse in relazione a spese per capitali industriali.

In terzo luogo, il settore dei servizi pubblici tende a diventare una più larga parte dell'intera economia, in tutti i principali paesi, e gli stessi autori da ultimo citati sono d'accordo nel ritenere che le spese capitali per

questo settore dovrebbero essere particolarmente sensibili al saggio d'interesse. È vero che i risultati dell'inchiesta di Oxford lasciano al riguardo un punto interrogativo; ma ciò, ritengo, è dovuto alla complicazione dei contributi pubblici, delle tasse e così via, che oscurano la posizione degli amministratori dei pubblici servizi. Per esempio, nel caso dei sussidi per l'edilizia, l'affittuario o il compratore è protetto dal sopportare in pieno l'onere di alti saggi d'interesse, ma il contribuente deve per compenso sostituirgli. Recenti discussioni mostrano che il pubblico è ancora sensibile al peso della pubblica spesa, e perciò più elevati costi per contribuzioni (dovuti a più alti saggi d'interesse) potrebbero verosimilmente provocare una riduzione dei programmi edilizi. Lo stesso vale per i programmi di sviluppo ferroviari o elettrici: la decisione di spese per investimenti capitali da parte di un'azienda pubblica può essere determinata in via immediata dalle sue relazioni finanziarie con il Governo, ma l'atteggiamento del Governo sarà influenzato dall'entità del disavanzo o dell'avanzo che riflette, fra l'altro, il peso degli interessi per le nuove spese capitali.

La mia impressione è che, in sostanza, l'efficacia del saggio d'interesse è mutata e che continuerà a mutare, sotto l'influenza di forze che tendono a spuntarne il taglio e di altre che tendono ad affilarlo. Il dibattito sul *modus operandi* prosegue, ma, mentre prosegue, il fenomeno muta esso stesso. Onde, se vogliamo tenere il passo con i tempi, dobbiamo cercare di correre un po' più veloci.

R. S. SAYERS

(37) Ad esempio, da SCHACKLE (in « The Economic Journal » del marzo 1946) e da LUTZ (nella « American Economic Review » del dicembre 1945).