

L'esperimento Dalton di "ultra cheap money": 1945-47

1. — L'esperimento intrapreso nel 1945 dall'allora Cancelliere dello Scacchiere Hugh Dalton, di compressione ad oltranza dei tassi d'interesse, costituì, come si ricorderà, uno degli aspetti più discussi della politica economica laburista. Esso sollevò commenti, critiche, giudizi, spesso necessariamente affrettati e parziali, a volte più o meno deformati dalle preferenze politiche dello scrittore. Ora che è possibile collocare in una prospettiva più esatta fatti e situazioni, ci sembra che possa riuscire interessante un esame retrospettivo che richiami la tecnica e le forme concrete di attuazione di quella politica e soprattutto analizzi i fattori che ne determinarono il momentaneo successo e il fallimento finale.

2. — Dal luglio 1945 all'agosto 1947 la preoccupazione delle autorità monetarie britanniche fu quella di forzare al ribasso la struttura dei tassi (1) sino a che fu possibile al Governo di collocare i suoi titoli a lunga scadenza al tasso annuo del 2½ %.

Quale fu il sistema che rese possibile di raggiungere, momentaneamente, un tale obiettivo? A quali fattori imputare il mancato consolidamento della nuova struttura dei tassi? E, da ultimo, quale giudizio dare dell'esperimento daltoniano preso nel suo complesso? Questi i punti che vorremmo esaminare in questa rassegna. Peraltro, prima di entrare in argomento, ci sembra necessario richiamare, anche solo per sommi capi,

(1) Naturalmente non vi è un solo tasso d'interesse. L'obiettivo di Dalton era costituito dal tasso di rendimento dei titoli governativi a lungo termine (con « titoli a lungo termine » indichiamo quelli a scadenza di 20 anni o più). In concreto, l'altezza del tasso d'interesse è misurato dal rendimento del *Consol* 2½ % il quale è, di fatto, irredimibile.

i lineamenti dell'ambiente economico nel cui ambito si svolse l'opera di Dalton e ricordare i principali cambiamenti provocati dalla guerra sul mercato finanziario e monetario inglese.

LA FINANZA DI GUERRA.

3. — Durante la guerra, la facoltà di ricorrere al mercato per la provvista di fondi era severamente controllata dalla « Commissione per le emissioni di capitali » (*Capital Issues Committee*). Solamente quegli organismi le cui richieste erano approvate dalla « Commissione » (cioè, in sostanza, dal Governo) potevano effettuare emissioni azionarie od obbligazionarie. La funzione principale del mercato divenne così il finanziamento dello sforzo bellico.

Un'idea della mutata fisionomia del mercato può aversi ponendo a raffronto le variazioni verificatesi (dal 1938 al 1945) nei depositi delle « clearing banks » con le variazioni verificatesi nei prestiti — diretti e indiretti — da queste effettuati al Governo. Si veda in proposito il seguente prospetto:

(milioni di sterline)

I. — Variazioni nei depositi. . . .	+2.415	
II. — Variazioni nei prestiti al Governo - Totale	+2.385	
— prest. a vista.	+ 55	(tramite il mercato di sconto)
— « ricevute di deposito presso il Tesoro »	+1.811	(prestati direttamente)
— investimenti in titoli. . . .	+ 519	(prestati direttamente)

TABELLA I.

COEFFICIENTI DI LIQUIDITÀ DELL'ECONOMIA INGLESE E TASSI D'INTERESSE.

Periodo (medie annuali)	Reddito nazionale	Depositi bancari (a)	Circolazione legale	Totale 2 + 3	Liquidità $\frac{4}{1} \times 100$	Rendimento del <i>Consol</i> (%)	Tasso di sconto delle cambiali bancarie a tre mesi (%)	Numeri indici delle azioni industriali (1924=100)	Numeri indici dei prezzi all'ingrosso (1938=100)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	(milioni di sterline)								
1929	3925	1762	361	2123	54,1	4,60	5,30	113	112,6
1930	3800	1763	358	2121	55,8	4,48	2,62	91	98,6
1931	3450	1723	354	2077	60,2	4,39	3,53	71	86,2
1932	3325	1752	360	2112	63,5	3,74	1,94	68	84,4
1933	3550	1914	371	2285	64,4	3,38	0,71	84	84,5
1934	3700	1842	378	2220	60,0	3,10	0,81	102	86,9
1935	3925	1961	394	2355	60,0	2,89	0,57	113	87,7
1936	4150	2104	432	2536	61,1	2,94	0,61	131	93,0
1944	8310	4153	1135	5288	63,6	3,14	1,03	120	163,7
1945	8355	4692	1284	5976	71,0	2,92	0,93	127	166,7
1946	8100	5097	1358	6455	79,7	2,60	0,53	138	172,7
1947	8770	5650	1385	7035	80,2	2,76	0,53	145	189,1

(a) Clearing banks.

Fonti: Col. 1. 1929-36, Bowley; 1944-47, Cmd. 7371. Col. 2. Monthly Digest of Statistics. Col. 3. Monthly Digest of Statistics. Col. 6 Annual Abstract of Statistics. Col. 7. Annual Abstract of Statistics; Col. 8. London & Cambridge Economic Service; Col. 9. Annual Abstract of Statistics.

Lo stretto parallelismo tra i due incrementi (+ 2.415 milioni, nei depositi; + 2.385 milioni, per i prestiti al Governo) è, da solo, significativo (2). Sostanzialmente, la condotta delle banche fu simile a quella dei più importanti organismi finanziari. Tutti erano impegnati nel compito di finanziare il Governo; e gli Istituti finanziari assorbirono, complessivamente, una larga frazione dell'aumento del debito pubblico (3).

Ovviamente, se la preferenza per la liquidità fosse stata minore, i depositi bancari sarebbero aumentati in misura molto più limitata; ma siccome il pubblico preferiva mantenere le proprie disponibilità liquide sotto forma di depositi anziché di titoli, questi ultimi venivano assorbiti dalle banche

(2) Durante lo stesso periodo i « prestiti alla clientela » diminuirono di 206 milioni di sterline.

(3) È stato calcolato che il debito pubblico (interno) fosse giunto a costituire il 40-45 % del valore di tutta la proprietà privata in Inghilterra.

che ne accreditavano l'importo nel conto corrente del venditore. Un tale processo portò, tra il 1936 ed il 1944, ad un sensibile aumento di liquidità (4) del sistema economico preso nel suo complesso (dal 61,3% al 63,6%, secondo il metodo indicato nella Tab. I). Durante lo stesso periodo il tasso di rendimento del *Consol* passò dal 2,94% al 3,14% ed il tasso di sconto delle cambiali bancarie a tre mesi salì dallo 0,61% all'1,03% (V. Tab. I). Questi concomitanti sviluppi sembrano indicare una tendenza verso un più forte desiderio di liquidità in generale (5).

(4) Misurata dal seguente rapporto:

$$\frac{\text{depositi bancari} + \text{moneta legale presso il pubblico}}{\text{reddito nazionale}}$$

(5) Con l'espressione « liquidità in generale » indichiamo la preferenza del pubblico verso la moneta (diritti a trarre sulle banche) rispetto a qualsiasi forma di indebitamento governativo o privato.

4. — Servendosi delle possibilità offertegli dalla posizione preminente assunta sul mercato dei capitali, il Governo si era sforzato di offrire titoli che potessero soddisfare ad ogni gusto (6); ma il più forte incremento si ebbe nei titoli a brevissima e a media scadenza. Significativa in proposito è la Tab. II che precisa la struttura del debito pubblico al termine degli esercizi finanziari 1938-1939 e 1943-44. Pure indicativo è lo sviluppo assunto dalle ricevute di deposito del Tesoro (*Treasury Deposit Receipts*) (7).

TABELLA II.

STRUTTURA DEL DEBITO PUBBLICO AL TERMINE DEGLI ANNI FINANZIARI 1938-39 E 1943-44.

Scadenza	1938-1939		1943-1944	
	milioni di sterline	% del totale	milioni di sterline	% del totale
— minore di un anno . . .	1.305,3	18,1	7.753,6	42,4
— da uno a cinque anni . . .	452,8	6,2	1.283,2	7,7
— da sei a dieci anni . . .	306,7	4,2	2.093,5	11,4
— oltre 10 anni	5.182,1	71,5	7.053,5	38,5

Fonte: « Economic Journal » cit., Dicembre 1944.

La natura dell'espansione rileva la preferenza del pubblico per i titoli a scadenza relativamente più breve. L'aver condisceso alle preferenze del pubblico anzichè aver cercato di imporre il collocamento di titoli a lunga scadenza costituì probabilmente un fattore importante nell'azione volta a mantenere bassi i tassi di interesse (8) e, quindi, nel finanziamento della guerra con una politica di denaro a buon mercato.

Al di fuori del mercato monetario, il mutamento più importante va individuato nell'aumentata liquidità dell'industria, da imputare a tre motivi: a) il rinvio degli investimenti durante la guerra: b) il finanziamento

(6) Cfr. E. V. MORGAN, *The Future of Interest Rate*, in « Economic Journal », dicembre 1944.

(7) *Treasury Deposit Receipt* fu il nome dato ad un nuovo titolo a brevissimo termine che veniva venduto alle banche *direttamente* e non tramite il mercato monetario (come accadeva per gli altri titoli). Cfr. W. T. KING, *Il mercato dello sconto di Londra*, in questa Rivista, n. 7, 3° trim. 1949, pag. 279 e seguenti. (N. d. T.).

(8) Cfr. E. V. MORGAN, in « Economic Journal », dicembre 1944, cit.

delle imprese — per la maggior parte impegnate in commesse belliche — da parte del Governo; c) l'accumularsi di crediti costituiti dalle speciali trattenute in conto imposta sui profitti eccessivi (9).

Questo, per rapidi cenni, lo sfondo su cui va collocato l'esperimento postbellico inteso a comprimere ulteriormente i tassi d'interesse.

IL TENTATIVO DI COMPRESSIONE DEI TASSI.

5. — Ogni politica che voglia abbassare il costo del denaro deve far leva, sostanzialmente, su due strumenti: controllo del volume del credito, e capacità di influenzare le previsioni del mercato. Quest'ultimo problema presenta, a sua volta, due aspetti. In periodo breve, quando si tratta di abbassare la struttura dei tassi, le autorità, se riescono a convincere il mercato che i tassi ribasseranno effettivamente, possono assicurarsi l'appoggio degli speculatori per il raggiungimento del loro obiettivo. A lungo andare, invece, il problema sta nel convincere il mercato che i nuovi tassi, una volta raggiunti, diano affidamento di essere « sicuri » o « normali ». Infatti, la mancanza di fiducia nella stabilità dei nuovi e più bassi tassi, stimolando una generale domanda di liquidità ad ogni mutamento nelle previsioni politiche ed economiche interne ed internazionali, imporrebbe una continua creazione di credito. Le autorità monetarie si troverebbero allora di fronte all'alternativa o di fornire le ulteriori disponibilità di mezzi liquidi o di acconsentire ad un rialzo generale della struttura dei tassi.

Questi i termini del problema, nei suoi aspetti generali. Il problema concreto che Dalton doveva affrontare era reso ancor più difficile dal fatto che egli si sforzava di comprimere i tassi in un momento in cui la massima parte del pubblico si attendeva

(9) Come è noto, a decorrere dell'esercizio finanziario 1945-46 il governo inglese prese a rimborsare alle imprese una parte delle somme versate durante la guerra in conto « imposta sui profitti eccessivi » (excess profit tax - E. P. T.). I rimborsi erano graduati in base ai piani di sviluppo presentati dalle singole imprese alle autorità e da queste approvati. (N. d. T.).

un rialzo. Era infatti largamente diffusa la convinzione che nell'immediato dopoguerra la massima parte delle imprese sarebbe stata estremamente ansiosa di effettuare nuovi investimenti. Di conseguenza, la richiesta di disponibilità monetarie sarebbe stata forte ed i tassi elevati — semprechè, s'intende, si fosse permesso al saggio d'interesse di assolvere la sua tradizionale funzione di determinare il volume degli investimenti.

6. — In realtà, le autorità responsabili non avevano alcuna intenzione di abbandonare al tasso d'interesse la funzione di decidere la quantità o la qualità degli investimenti. Entrambi questi compiti dovevano essere assolti dagli organi governativi.

Ciò risulta in modo netto dal seguente passo contenuto nel « Libro Bianco » su *La politica di occupazione*, pubblicato nel 1944 (10) dal Governo di coalizione :

« L'impiego del capitale dovrà essere controllato nella misura necessaria per regolare il flusso e la direzione degli investimenti. Sarà necessario effettuare forti spese in conto capitale per case, impianti ed attrezzature non potute realizzare negli anni precedenti e si dovrà iniziare l'attuazione dei nuovi programmi di sviluppo. In mancanza di controlli sorgerebbe una spietata lotta per accaparrarsi i capitali sul mercato, con la conseguenza di provocare un rapido rialzo nei saggi d'interesse. Ma per la realizzazione di queste urgenti esigenze di ricostruzione, il Governo è deciso ad impedire una situazione di « moneta cara ». In tale periodo, pertanto, l'accesso al mercato dei capitali dovrà essere controllato allo scopo di assicurare le opportune priorità ».

7. — Per il controllo degli investimenti Dalton si servì dei poteri sanciti per la prima volta nelle *Defence Regulations*, prorogati poi con la legge del 1945 (*Supplies and Services - Transitional Powers - Act of 1945*) che conferì al potere esecutivo la facoltà di distribuire le risorse fisiche esistenti con il sistema delle licenze e dei permessi. Una sistemazione organica di tutta la materia si ebbe poi con la « Legge sul controllo degli

investimenti e sulle garanzie » del 1946 (*Investment Control and Guarantees Act*), con la nazionalizzazione della Banca d'Inghilterra e con la legge del 1947 sul controllo dei cambi (*Exchange Control Act*).

Il Cancelliere dello Scacchiere disponeva quindi di ampi poteri per l'attuazione del suo programma di « ultra cheap money ». Si era assicurato, per lo meno teoricamente, il controllo sugli investimenti; era in grado, per mezzo della « Commissione per le emissioni di capitali », di restringere l'accesso al mercato finanziario a chi intendeva effettuare nuove emissioni; deteneva un completo controllo sulla creazione del credito; era in grado, servendosi del sistema delle emissioni *on tap* (11), di variare l'offerta dei titoli governativi tutte le volte che ciò potesse sembrare opportuno per motivi tattici; da ultimo, poteva contare di avere un alleato nel sistema fiscale che, mentre non aveva un'imposta sui guadagni in conto capitale, tassava i redditi addizionali sino a livelli che raggiungevano 19 scellini e 6 pence per sterlina (95%). Quest'ultimo punto rivestiva una considerevole importanza in quanto rendeva i guadagni in conto capitale relativamente più attraenti. Infatti, per quelli che si trovano sui gradini più elevati della capacità contributiva un guadagno in conto capitale di soli 6 pence equivale ad un aumento di ben una sterlina nel reddito (12). Pertanto se le autorità monetarie fossero riuscite a convincere gli speculatori che i tassi sarebbero ribassati, si sarebbero assicurate un appoggio non disprezzabile.

Oltre a queste favorevoli condizioni di ordine tecnico ed istituzionale, Dalton possedeva indubbie capacità personali nell'arte

(11) Le cambiali del Tesoro — o i titoli pubblici — emesse *on tap* (letteralmente « a rubinetto ») vengono offerte a sottoscrizione permanente, senza indicazione della data di chiusura, e a tassi d'interesse prefissati dall'emittente. Le emissioni di cambiali *by tender* (all'asta) avvengono invece ogni venerdì e a tassi che sono il risultato delle domande concorrenti. (N. d. T.)

(12) Questo punto è stato chiaramente sviluppato dal Prof. F. W. PAISH in un articolo apparso sulla rivista « Economica », (agosto 1947), con il titolo *Cheap Money Policy*, pag. 160 e segg. Si veda anche più avanti la nota (23).

(10) Cmd. 6527.

della persuasione e non difettava certo di decisione. Pur di raggiungere il suo obiettivo egli non rifuggì dalla creazione di credito su larga scala. Ai primi del 1947 fu così in grado, dopo una campagna durata circa 15 mesi, di lanciare, alla pari, obbligazioni del Tesoro al $2\frac{1}{2}\%$ con scadenza 1975. Era riuscito nel suo scopo di abbassare i tassi dei titoli a lungo termine. Come vedremo, non gli riuscì di mantenerli.

Esigenze di spazio non ci permettono di descrivere minutamente la tecnica che permise a Dalton di raggiungere l'obiettivo fisso; ci limiteremo pertanto a rapide indicazioni soprattutto per mettere in evidenza la sequenza delle varie misure adottate.

LA TECNICA PER COMPRIMERE LA STRUTTURA DEI TASSI.

8. — Il proponimento del partito laburista di attuare una politica di più bassi tassi d'interesse era ben noto. In una certa misura rientrava tra i punti del suo programma elettorale.

Il governo laburista entrò in carica alla fine del luglio 1945; l'azione del Cancelliere Dalton fu quasi immediata e si può dire abbia avuto inizio quando, alla vigilia della campagna per il risparmio effettuata in occasione della « settimana del ringraziamento », annunciò l'intenzione di « esaminare i mezzi per comprimere i tassi d'interesse ». I rendimenti dei titoli governativi che possono considerarsi « rappresentativi » reagirono nel senso e nella misura indicati nella Tabella III.

TABELLA III.

RENDIMENTO DEI TITOLI A LUNGO, MEDIO E BREVE TERMINE.

(rendimento percentuale annuo)

Periodo	Titoli a lungo	Titoli a medio	Titoli a breve
	Consol	Obbligazioni a risp. 3% 1960-70	Obbligazioni di guerra 3% 1952-54
1945 — Agosto	2,89	2,95	2,39
» — Settembre	2,82	2,97	2,43
» — Ottobre	2,80	2,98	2,47

Come può rilevarsi, vi fu un certo spostamento sia dai titoli a breve che da quelli a medio termine verso i titoli a più lunga scadenza (13), spostamento che provocò un avvicinamento tra il tasso dei primi e quello del *Consol*. Significativo il sensibile aumento nel rendimento dei titoli a breve per il cedimento delle relative quotazioni: esso rivela l'incapacità dei *jobbers* (14) di assorbire le vendite effettuate dagli speculatori che spostavano la domanda verso il *Consol* od assorbivano le emissioni *on tap* di obbligazioni a risparmio al 3%.

Nell'ottobre il Cancelliere dello Scacchiere svolse il suo attacco contro i titoli a brevissima scadenza (debito flottante) riducendo il tasso sulle « ricevute di deposito del Tesoro » dall'1% ai $\frac{5}{8}\%$ ed il tasso sulle *Treasury Bills* dall'1% ad $\frac{1}{2}\%$. Le banche ridussero di conseguenza i tassi sui depositi. Poi il 28 novembre Dalton comunicò che con il 15 dicembre avrebbe avuto termine l'emissione dei titoli con il sistema *on tap*. Seguì la prima offerta di conversione. Nell'aprile e nel luglio del 1946 furono presentati per il riscatto rispettivamente il *Conversion Stock* $2\frac{1}{2}\%$ con scadenza nel 1944-1949 ed i *National War Bonds* $2\frac{1}{2}\%$ con scadenza 1945-1947. Al loro posto furono offerte nuove obbligazioni denominate *Exchequer Bonds* al tasso dell'1 $\frac{3}{4}\%$ con scadenza 1950.

In quell'occasione la facoltà di conversione fu esercitata nella misura di 458 milioni di sterline su di un ammontare complessivo, per i due prestiti, di 650 milioni di sterline. Si dovettero quindi trovare 192 milioni per i rimborsi in contanti.

Questi sintetici cenni delineano il metodo seguito dal Cancelliere per giungere alla prima operazione di conversione. Innanzitutto egli agì sulle aspettative del mercato. In un secondo momento mosse contro i tassi a

(13) Con l'espressione « titoli a breve » indichiamo i titoli con scadenza inferiore ai 5 anni; con l'espressione « titoli a medio » quelli con scadenza tra 5 e 20 anni.

(14) I *jobbers* — operatori di borsa — non hanno rapporti con il pubblico ma solo con i *brokers* (intermediari con il pubblico compensati a commissione) ed operano sulla base dei profitti ricavabili dalle differenze di prezzo. (N. d. T.)

TABELLA IV.

ANDAMENTO DEI DEPOSITI BANCARI, DEI TITOLI GOVERNATIVI E DELLE AZIONI INDUSTRIALI NEL 1945-47.
(medie mensili - milioni di sterline)

Periodo	Cambiali del Tesoro	Ricevute di deposito del Tesoro	Depositi bancari (a)	Tasso di sconto per le cambiali del Tesoro a tre mesi - %	Tasso di rendimento del Consol - %	Numero indice delle azioni industriali (1938 = 100)
1945 — Luglio	3.980,3	2.135,0	4.818,5	1,03	3	158
Agosto	3.984,7	2.148,0	4.874,6	1,03	2,89	152
Settembre	4.021,3	2.174,4	4.897,9	1,03	2,82	154
Ottobre	4.020,7	2.111,3	4.859,0	1,03	2,80	156
Novembre	4.036,5	1.904,6	4.788,8	0,53	2,75	161
Dicembre	4.171,5	1.712,3	4.849,8	0,53	2,75	155
1946 — Gennaio	4.211,5	1.631,0	4.729,3	0,53	2,71	158
Febbraio	4.238,3	1.553,5	4.684,3	0,53	2,70	159,5
Marzo	4.297,5	1.565,8	4.749,0	0,53	2,67	160
Aprile	4.526,5	1.575,9	4.864,9	0,53	2,60	165
Maggio	4.411,1	1.520,9	4.894,2	0,53	2,58	173
Giugno	4.466,4	1.394,4	5.045,2	0,53	2,57	179
Luglio	4.430,5	1.450,1	5.112,6	0,53	2,58	179
Agosto	4.413,6	1.599,9	5.197,5	0,53	2,59	176
Settembre	4.487,4	1.751,0	5.302,3	0,53	2,56	171
Ottobre	4.530,1	1.764,0	5.396,9	0,53	2,54	164
Novembre	4.528,2	1.742,8	5.502,5	0,53	2,53	176
Dicembre	4.586,7	1.709,1	5.685,4	0,53	2,54	184
1947 — Gennaio	4.601,5	1.667,7	5.629,1	0,53	2,54	191
Febbraio	4.642,9	1.530,4	5.518,8	0,53	2,58	179
Marzo	4.839,9	1.442,3	5.556,0	0,53	2,64	181
Aprile	4.894,7	1.453,5	5.583,4	0,53	2,63	181
Maggio	4.816,3	1.450,6	5.571,0	0,53	2,62	193
Giugno	4.762,2	1.398,9	5.658,3	0,53	2,68	191
Luglio	4.698,6	1.363,6	5.643,8	0,53	2,78	188
Agosto	4.619,6	1.298,0	5.628,1	0,53	2,99	166
Settembre	4.704,1	1.255,7	5.615,1	0,53	2,99	160
Ottobre	4.781,2	1.300,0	5.689,8	0,53	2,90	159

(a) Clearing banks

brevissimo termine, di gran lunga più facili ad essere manovrati dalle autorità, dato che l'elasticità dell'offerta di capitali sul mercato del debito fluttuante è bassa per motivi istituzionali. In un terzo momento mise fine all'offerta di titoli al 3% emessi *on tap*. Da ultimo ebbe luogo la prima operazione di conversione che, in concreto, assunse la forma di una sostituzione di un titolo a breve termine con un altro titolo pure a breve termine, ma con un tasso di interesse più basso. Il pagamento di 192 milioni di sterline in contanti, cui si è fatto cenno, fu effettuato con fondi presi a prestito nel comparto del debito fluttuante.

Per chi conosce il meccanismo del mercato monetario e finanziario inglese nei suoi svi-

luppi dell'ultimo decennio — conoscenza che in questa sede presupponiamo — la suddetta schematizzazione degli interventi daltoniani non ha bisogno di approfondimenti funzionali (15).

(15) Come può rilevarsi, il prof. Rowan, nello schematizzare la catena delle misure adottate per il raggiungimento dell'« ultra cheap money » non si diffonde sul contributo recato dall'intervento e dall'operare delle varie istituzioni del mercato monetario e finanziario (Banca d'Inghilterra, Banche Commerciali, Case di Sconto, « Public Departments »), operare che presenta caratteristiche tecniche interessanti e fondamentali per la piena comprensione della politica di Dalton. Questo aspetto del problema è invece diffusamente trattato dal Prof. SAYERS nella terza edizione (1950) della nota opera *Modern Banking*. Si veda in proposito

9. — Le reazioni del mercato alla politica di Dalton possono rilevarsi dai dati riportati nella Tab. IV, che riassume, per il periodo luglio 1945 — ottobre 1947, l'andamento delle Cambiali del Tesoro, delle Ricevute di Deposito del Tesoro, dei depositi bancari

il cap. 8 (*Cheap Money, 1946-47: A Study in the Mechanics of Monetary Policy*) che riteniamo utile riassumere nei suoi punti essenziali.

In Inghilterra. — ricorda innanzitutto il Sayers — già sin dal 1939 le autorità monetarie fissano direttamente, nei modi che ora verranno indicati, il tasso d'interesse delle Treasury Bills (Cambiali del Tesoro con scadenza a tre mesi). Di norma, invece, non intervengono nel campo dei titoli a più lunga scadenza, lasciando alle « forze naturali del mercato » il compito di calcolare lo scarto tra questi ultimi e le Treasury Bills. Il tasso di sconto delle Treasury Bills è divenuto quindi la pietra angolare a cui resta ancorata tutta la struttura dei tassi.

È la Banca d'Inghilterra che provvede a regolare il tasso delle Treasury Bills; a questo fine essa è sempre disposta ad acquistare o a vendere, su iniziativa del mercato, tali titoli al tasso fissato dalle autorità monetarie.

Fu questa la leva che Dalton mise in azione per prima per l'attuazione del suo programma (dopo un'intensa campagna diretta a convincere il mercato che il governo aveva l'intenzione — e la possibilità — di comprimere tutta la struttura dei tassi).

Nell'ottobre 1945 il tasso sulle Cambiali del Tesoro fu portato dall'1 % allo 0,50 %. Secondo una tradizione ormai invalsa sul mercato monetario inglese, una riduzione nel tasso delle Treasury Bills provoca una riduzione corrispondente negli interessi corrisposti dalle banche sui depositi a tempo (i depositi a vista, com'è noto, sono infruttiferi). Correlazione, questa, che trova la sua spiegazione nell'esigenza per le banche di ridurre i costi (interessi sui depositi) una volta che diminuiscono gli introiti (interessi sulle Treasury Bills). Ad ogni modo, ad evitare sorprese, già da diversi anni il governo ingiunge direttamente alle banche di abbassare l'interesse sui depositi quando la Banca d'Inghilterra abbassa l'interesse sulle Treasury Bills. Così fu fatto da Dalton nel 1945.

Questo primo passo provoca una serie complicata di reazioni. L'accresciuto divario tra rendimento dei titoli a brevissima scadenza e a più lungo termine spinge le banche a mutare la composizione del portafoglio aumentando la quota dei titoli a lungo. Il corso di questi ultimi sale (ed il rendimento diminuisce). A questo punto i riflessi si propagano presso il pubblico. Gli operatori, già colpiti dal minor rendimento dei depositi bancari, trovano più conveniente finanziare i propri affari vendendo titoli in loro possesso (il cui

e delle azioni industriali, nonché il rendimento del *Consol*.

Ebbene, il *Consol* che, nel luglio 1945, rendeva il 3%, toccò i livelli più bassi (2,53-2,54%) nel periodo novembre 1946-gennaio 1947. Ma nello stesso periodo di tempo i

corso è ora aumentato) anziché seguitando a ricorrere (nella misura abituale) agli scoperti bancari, i quali, anche ad imprese di primaria importanza, costano il 4-5 %. Ma tale reazione costringe le banche ad abbassare debitamente il costo degli scoperti se non vogliono vedere eccessivamente ridotto il volume di questa che è la più redditizia forma di attività. Così tutta la struttura dei tassi tende ad assestarsi su livelli più bassi.

Il rimaneggiamento è notevolmente agevolato dall'azione parallela svolta dagli speculatori, che acquistano i titoli nella speranza di rivenderli a prezzi più elevati.

Con questo sistema Dalton riuscì a portare il tasso di rendimento del *Consol* dal 3 % al 2,75 % circa. Ma l'obiettivo era il 2,50 %; per il suo raggiungimento si rendevano necessari altri strumenti. Si inizia così la *seconda fase* dell'operazione, più ardua e difficile, *caratterizzata dall'intervento dei « Public Departments »*. Con questo nome vengono indicati determinati organismi pubblici che complessivamente raccolgono una frazione notevole del risparmio della comunità. Emergono per importanza le Casse di risparmio postali, le Casse di risparmio mutue, le Assicurazioni Sociali. Naturalmente, una quota rilevante dei fondi che ad essi affluiscono viene investita in titoli pubblici; ma la politica di investimento — con una prassi tipicamente anglosassone — non è curata direttamente dalle rispettive istituzioni. I fondi che si decide di investire in titoli pubblici vengono affidati ad uno speciale organismo « fiduciario » denominato *Commissioners for the Reduction of the National Debt*, la cui azione si uniforma alle direttive ed alle esigenze del Tesoro.

In un articolo apparso sulla « *Midland Bank Review* » (fascicolo di febbraio 1950), i fondi a disposizione dei *National Debt Commissioners* venivano calcolati, per il 1949, a 3.750 milioni di sterline, pari cioè al 14,5 % del totale del debito pubblico interno.

La cifra per il 1946-47 non deve essere stata molto minore. A questi fondi vanno aggiunti il portafoglio titoli della Banca d'Inghilterra (Dipartimento di Emissione) e dell'Ufficio Stabilizzazione Cambi, la cui composizione può essere variata — per lo meno entro certi limiti — secondo le esigenze del Tesoro.

Nel complesso, si trattava di una formidabile massa di manovra a disposizione delle autorità monetarie.

Quando, raggiunto il tasso del 2,75 % sul *Consol*, le banche non sembravano disposte ad assorbire

depositi bancari erano saliti di altri 800 milioni di sterline (da 4.800 ad oltre 5.600 milioni circa) (16). Il debito fluttuante, di contro ad una contrazione delle « Ricevute di deposito » (meno 400 milioni circa), vede un aumento più che proporzionale delle Cambiali del Tesoro (più 600 milioni). L'aumento

ulteriori quantità di titoli a lungo a prezzi ancora più elevati ed i movimenti speculativi tendevano anche essi ad arrestarsi, Dalton fece intervenire i « grossi battaglioni » dei « Public Departments ». Il meccanismo, in teoria almeno, era semplice. I « Public Departments » acquistavano dal pubblico titoli a lungo (facendone così rialzare il prezzo) e vendevano alle banche titoli a brevissimo termine già nel loro portafoglio (al tasso fissato dalla Banca d'Inghilterra). In sostanza i titoli a lungo passavano dal pubblico ai « Public Departments », le Treasury Bills dai « Public Departments » alle banche commerciali, mentre gli espositori di titoli (venduti ai « Public Departments ») aumentavano i depositi bancari.

Perchè questo processo possa essere attuato è necessario: a) che i « Public Departments » abbiano in portafoglio un congruo volume di Treasury Bills (e nel 1945 ne avevano « ad abundantiam »); b) che le banche siano disposte ad acquistarle; e le banche in genere lo sono per aumentare il loro introito.

Ma, come è evidente, questo processo è spiccatamente inflazionistico. Esso non solo si basa sulla espansione dei depositi bancari (fenomeno questo che già si verificava durante la « prima fase » dello esperimento Dalton, quando i titoli venivano venduti *direttamente* dal pubblico alle banche); ma, gonfiando il portafoglio delle banche di Treasury Bills, permette a queste ultime di procedere ad un'ulteriore incontrollata espansione dei crediti e dei depositi, sicure di poter mantenere la « ratio » classica (8 %) tra « cassa » e « depositi »; e questo perchè, come già detto, la Banca d'Inghilterra è sempre pronta ad acquistare Cambiali del Tesoro dalle banche commerciali. È il fenomeno noto con il nome di « monetizzazione » del debito pubblico che in quegli anni tante preoccupazioni dava — e dà ancor oggi — anche alle autorità americane impegnate nella politica di « sostegno dei titoli pubblici ».

Questa penetrante analisi del Sayers integra le considerazioni svolte dal Rowan nello studio qui pubblicato e insieme rende ragione — ci sembra — degli sviluppi indicati nel par. 9. (N. d. T.)

(16) Può essere interessante notare come il credito di nuova formazione sia stato impiegato per l'acquisto di azioni industriali, anziché di obbligazioni governative, in misura molto più accentuata che non per il passato, processo questo che è posto chiaramente in evidenza dall'andamento delle quotazioni delle azioni industriali, in costante aumento dal gennaio 1946 al giugno 1947.

netto (più 200 milioni) va per la massima parte imputato alla provvista di mezzi per la copertura della conversione sopra ricordata.

10. — La politica di compressione dei tassi raggiunse la massima efficacia nel gennaio 1947 con l'emissione, alla pari, di obbligazioni del Tesoro $2\frac{1}{2}\%$, con scadenza 1975. Nel febbraio di quell'anno scoppiò la crisi del carbone. Sia i titoli di Stato che quelli industriali subirono delle perdite, ma entrambi avevano ripreso, nel maggio di quell'anno, le loro quotazioni normali. Nell'agosto 1947 vi fu il fallimento della convertibilità della sterlina. Ancora una volta, entrambi i tipi di titoli reagirono bruscamente. Il 13 agosto, il *Consol* $2\frac{1}{2}\%$ rendeva Lst 3.0.3% contro Lst 3% nel luglio 1945, mentre l'indice delle quotazioni delle azioni industriali, che aveva toccato il punto più alto nel gennaio di quell'anno (191), ritornò nell'ottobre a 159, cioè sostanzialmente allo stesso livello del luglio 1945 (quando era a 158). Così, entrò un periodo di 27 mesi dall'inizio dell'amministrazione laburista, la ruota monetaria aveva compiuto un giro completo. La situazione era ritornata praticamente uguale a quella che esisteva prima che Dalton iniziasse la sua campagna. Si veda in proposito la Tabella V.

TABELLA V.

RENDIMENTO DELLE CAMBIALI BANCARIE E DEL CONSOL.

(rendimento percentuale annuo)

Periodo	Tasso di sconto delle cambiali bancarie	Rendimento del <i>Consol</i>	Numero indice delle azioni industriali (1938=100)
Luglio 1945	1,03	3,00	158
Gennaio 1947	0,53	2,54	191
Ottobre 1947	0,53	2,90	159

Dal dicembre 1947 il rendimento del *Consol* $2\frac{1}{2}\%$ non è mai sceso al disotto del 3%. Ciò significa che il successo di Dalton è stato puramente temporaneo. Egli era riu-

scito ad avvicinarsi al 2½%, ma non a convincere il mercato della stabilità della nuova struttura dei tassi. Il consolidamento della vittoria si rivelò un obiettivo superiore alle sue forze. Lo sforzo di compressione ad oltranza dei tassi fallì in una con la convertibilità.

Ma la politica del denaro a buon mercato rimane. Dal 1947, se si escludono le normali operazioni effettuate dallo *special buyer* — compratore speciale o « ufficiale » per conto della Banca di Inghilterra (17) — ed un modesto intervento nel campo del debito consolidato (novembre 1949), le autorità sono rimaste largamente passive. Nulla sta però ad indicare che esse abbiano abbandonato l'indirizzo generale di una politica di denaro a buon mercato. Ancora meno vi sono sintomi che esse intendano far uso degli strumenti monetari per promuovere un processo di disinflazione (18). Una tendenza generale dei tassi verso un aumento sostanziale provocherebbe certamente reazioni ufficiali (19). D'altra parte, il tasso del 2½% per i titoli a lungo termine, anche se non può dirsi completamente abbandonato come obiettivo a lunga scadenza, è per lo meno rinviato sine die.

(17) Si tratta delle operazioni di acquisto o vendita di Treasury Bills effettuate dalla Banca Centrale per le esigenze del mercato, come si è ricordato nella nota 15. Sullo « special buyer » si veda anche W. T. KING, *loc. cit.*, p. 287. (N. d. T.).

(18) Dal 1948 si era sviluppata una forte corrente che reclamava una politica di disinflazione monetaria, cioè di « moneta più cara ». Cfr., in questo senso, l'« Economist », « The Banker » ed i presidenti di diverse banche (in particolare Lord Balfour, della Lloyds). Una voce dissenziente fu quella di Linlithgow, della Midland.

(19) Gli eventi del novembre 1949, che videro il tasso del *Consol* salire verso una base del 4 %, danno un certo appoggio alla tesi sostenuta nel testo. Com'è noto, il governo — in via eccezionale — intervenne ed il tasso ritornò rapidamente al 3½%. La rapidità della ripresa sta ad indicare che la caduta ebbe luogo in un ristretto mercato, dominato da speculatori marginali. Ne resta pertanto convalidata la nostra affermazione secondo cui le aspettative di lungo periodo implicano un rischio differenziale di circa il 3 %, ed un tasso di rendimento del *Consol* di circa il 3½%. (Cfr. l'« Economist » di quel periodo).

I MOTIVI DEL FALLIMENTO DEL TENTATIVO DALTON — L'ESPERIMENTO CHAMBERLAIN DEL 1932.

II. — Per meglio afferrare le ragioni che fecero fallire il tentativo di Dalton ci sembra opportuno ricordare brevemente le vicende di un altro esperimento di politica di denaro a buon mercato: quello intrapreso nel 1932 dal Cancelliere del tempo (Neville Chamberlain), dopo un periodo di crisi finanziarie, di fughe di capitali, di svalutazioni monetarie.

Si osservi innanzitutto l'andamento dei depositi bancari e del rapporto di liquidità (*v. Tab. I*). I depositi bancari dal 1932 al 1935 aumentarono solamente di poco più di 200 milioni di sterline (durante l'esperimento Dalton aumentarono di oltre 800 milioni). E quel che più conta, il « rapporto di liquidità », dopo un movimento al rialzo nel 1932-33, ritornò nel 1934 a quota 60, cioè allo stesso livello del 1931. Durante il biennio 1934-35 la diminuzione dei tassi si accompagnò ad un declino del rapporto di liquidità (mentre durante l'esperimento Dalton tale « rapporto » salì fortemente passando da 71 nel 1945 ad 80 nel 1947).

Eppure, per tutto il periodo dal 1933 al 1935 — contrariamente al periodo post-bellico — il mercato dei capitali era stato libero da ogni controllo. I controlli furono imposti per un breve intervallo soltanto nel 1932 al fine di facilitare la conversione del prestito di guerra 5% in un nuovo prestito al 3½%.

Quali i motivi delle contrastanti tendenze del 1932-34 e del 1945-47? In primo luogo, va ricordato che il livello eccezionalmente elevato dei tassi ancora in vigore nei primi mesi del 1932 era il riflesso della politica ufficiale diretta ad arrestare le fughe di capitali. Si trattava di un livello superiore a quello che il mercato considerava come « normale ». Di conseguenza, una volta venuto a cessare il « sostegno » ufficiale, era ovvio che tutta la struttura dei tassi, prescindendo da ogni altro motivo, tendesse a declinare.

In secondo luogo, la ripresa della congiuntura, dal punto più basso della depressione, riduceva fortemente la domanda di liquidità.

Di questo spostamento nella scheda di preferenza per la liquidità, considerata nel suo insieme, beneficiarono tutti i tassi.

Dalton si trovava invece ad operare in una situazione ben diversa: in un'economia in condizioni di full employment; con una struttura dei tassi già compressa e mantenuta al di sotto del livello « naturale » da una politica di « cheap money »; con le aspettative del mercato orientate al rialzo. Era evidente che la resistenza ad un'ulteriore compressione dei tassi sarebbe stata forte.

12. — Un altro punto interessante emerge osservando gli sviluppi dell'esperimento Chamberlain.

Nel 1929 il tasso di sconto delle cambiali bancarie a tre mesi era superiore al rendimento del *Consol* (5,30% contro 4,60%). Nel 1931 la situazione è già capovolta: il *Consol* rende il 4,39%, le cambiali bancarie il 3,53%. Nel 1935, infine, il rendimento del *Consol* era sceso a 2,89% e quello delle cambiali bancarie a 0,57%. I tassi a lungo avevano reagito in misura molto più limitata dei tassi a brevissimo termine e il divario tra il rendimento dei due titoli si era allargato da meno di una sterlina (0,86) nel 1931 ad oltre 2 sterline (2,32) nel 1935. Secondo l'opinione prevalente, il crescere di questo divario è dovuto ad un generale aumento di incertezza circa le prospettive del mercato (20).

Ricordando le vicende politiche ed economiche del periodo che va dal 1931 sino alla seconda guerra mondiale, questa interpretazione non sembra priva di fondamento. Se essa è corretta, resta spiegata l'impossibilità per il sig. Chamberlain di portare il rendimento del *Consol* sensibilmente al di sotto del 3—3 1/4%.

Ora, non vi è motivo per supporre che le preoccupazioni politiche ed economiche del periodo postbellico fossero minori di quelle del 1930-39; e che, pertanto, il divario tra i tassi a brevissima e a lunga scadenza do-

vesse essere minore. Al contrario, il più alto grado d'incertezza che ha caratterizzato il decennio 1940-1950 farebbe supporre che l'elemento rischio sia aumentato e che la differenza tra i due tassi dovesse oscillare attorno al 3% circa (21).

Pertanto, data la possibilità per Dalton di manipolare i tassi nel settore del debito fluttuante e di portarli attorno allo 0,50%, si può pensare che il mercato avrebbe scontato un tasso a lungo dell'ordine di circa il 3 1/2%, pari cioè al tasso a brevissimo termine più un congruo premio di rischio. Una tale aspettativa era rafforzata dall'accennata consapevolezza di una forte pressione di domanda arretrata sul mercato finanziario (22), ed era resa particolarmente « operante » dall'intervento della speculazione sollecita di realizzare le plusvalenze in conto capitale, acquisite — come si vide — nell'azione di sostegno della politica di compressione (23).

(21) Osservato dal 1950, il decennio 1930-1939 può difficilmente apparire sotto una luce sfavorevole, per lo meno se si considera la tensione internazionale come elemento determinante.

(22) Cfr. in questo senso, le nette affermazioni del Sayers e del Meade:

« Fondamentalmente, il fallimento fu dovuto alla convinzione del mercato che un tasso del 2 1/2%, in una situazione di pressante domanda per investimenti capitali e di scarse risorse disponibili, era un tasso innaturalmente basso, che non poteva durare ». (SAYERS, *op. cit.*, pag. 216).

« Il momento attuale è un momento di grande pressione sulle risorse capitali... Attualmente l'Inghilterra pretende di vivere in un « mondo al 3% » quando in realtà i capitali disponibili non sono sufficienti per tutti gli investimenti che potrebbero rendere, diciamo, il 10% ». (MEADE, *Il controllo dell'inflazione e della deflazione*, in questa Rivista, n. 5, 1° trimestre 1949, pag. 15). (N.d.T.).

(23) Cfr. PAISH, *loc. cit.*, pagg. 169-170: « Non appena il movimento al rialzo delle quotazioni si arresta e le aspettative si orientano al ribasso, la speculazione opera in senso opposto. Ora, in regime di bassi tassi d'interesse occorrono diversi anni anche a chi possiede redditi cospicui per potersi rifare di una perdita subita in conto capitale a seguito di un modesto rialzo dei tassi d'interesse; ma il numero degli anni diventa ben più lungo quando vige un sistema di elevata tassazione.

Vi sia, ad esempio: (a) un tasso (lordo) del 2 1/2% sui titoli irredimibili; (b) un tasso dello 0,50% sui depositi bancari a tempo; (c) un'imposta sul reddito di 9 scellini per sterlina (da cui,

(20) Cfr., per es., M. KALECKI, *The Short-Term Rate and the Long-Term Rate*, in « Oxford Economic Papers », 1940; N. KALDOR, *Speculation or Economic Stability*, in « Review of Economic Studies », vol. VII.

L'influenza di queste aspettative di lungo periodo era stata annullata durante la prima fase della campagna dal sovrapporsi di aspettative a breve termine basate sulla convinzione del mercato che le autorità monetarie erano in grado di abbassare, per lo meno momentaneamente, la struttura dei tassi. Dalton non riuscì invece, come già accennato, a mutare le convinzioni profonde del mercato circa l'altezza « normale » dei tassi d'interesse in una visione di lungo periodo; e questa incapacità segnò il fallimento del suo esperimento. Dopo la crisi della con-

com'è risaputo, i depositi bancari sono esenti). In questo caso il rendimento netto annuo di 100 sterline investite in titoli è superiore di una sterlina e due scellini al rendimento della stessa somma depositata in banca. La perdita in conto capitale derivante da un rialzo dei tassi dello 0,25 % (dal 2,50 % al 2,75 %) supera, sia pure di poco, le 9 sterline (100 sterline investite al 2,50 % rendono come 91 sterline investite al 2,75 %). Pertanto, anche un rialzo dei tassi dello 0,25 % annullerebbe l'intero reddito netto dei titoli per un periodo di circa 9 anni. In queste condizioni, se un investitore prevede che entro i prossimi 8 anni si verificherà un rialzo nei tassi d'interesse anche così modesto come quello ora indicato, troverà più conveniente tenere i suoi denari sotto forma di depositi bancari.

Le cose peggiorano ancora per una persona molto ricca che paghi il massimo della imposta complementare sul reddito. Una persona che si trovi in siffatte condizioni ricava da un investimento di 100 sterline al 2,50 % un reddito netto superiore di appena uno scellino e tre pence al reddito che avrebbe ricavato dalla stessa somma depositata in banca allo 0,50 %, e deve attendere ben 180 anni per rifarsi della perdita che subirebbe in conto capitale per un rialzo dei tassi dello 0,25 %. Pertanto, un detentore di titoli che paghi il massimo della imposta complementare sul reddito non può correre il rischio di una perdita in conto capitale se non vi sono altrettante probabilità di una ripresa delle quotazioni.

Il risultato di tutto questo è che non appena un'ulteriore caduta nei tassi di interesse appare improbabile, le categorie soggette all'imposta complementare sul reddito e, in una certa misura, anche quelle soggette solamente all'imposta sul reddito, devono ripiegare dagli investimenti in titoli alla forma di deposito bancario, anche se questa rende solamente lo 0,50 %. Si spiega così come il consolidamento dell'elevato livello delle quotazioni dei titoli, livello raggiunto con l'ausilio di acquisti a carattere speculativo, possa rilevarsi un'obiettivo molto difficile». (N. d. T.)

vertibilità della sterlina, ed il virtuale allontanamento di Dalton dalla direzione del mercato monetario, le aspettative a lungo termine rioccuparono una posizione di primo piano ed il rendimento del *Consol* oscillò attorno al 3½% (24).

Questa spiegazione dei motivi che fecero fallire la politica di Dalton, per quanto incompleta ed imperfetta possa sembrare, è sufficiente ai nostri scopi. Di questa politica dobbiamo ora esaminare i vantaggi e gli svantaggi.

LA TESI CONTRARIA ALLA POLITICA DELLA « CHEAP MONEY ».

13. — Com'è noto, l'esperimento Dalton sollevò un esteso complesso di critiche da parte di giornalisti, esperti di problemi finanziari ed economisti. Prima di passare ad una loro valutazione ci sembra però oppor-

(24) Queste avverse condizioni ambientali e psicologiche spiegano perchè i progressi dell'esperimento Dalton siano stati faticosi e ottenuti a costo di una forte espansione dei mezzi di pagamento (depositi bancari). Espansione dei depositi bancari che, peraltro, sembra doversi imputare anche ad altri fattori, in certa misura indipendenti dalla politica di « ultra cheap money ».

In primo luogo, nel 1945 l'industria venne spinta dalla sua stessa eccezionale liquidità a procurarsi gran parte dei capitali necessari per attuare il processo di riconversione vendendo i titoli in suo possesso al sistema bancario. In secondo luogo, i titoli emessi a seguito delle varie « nazionalizzazioni » furono in notevole parte trasformati in depositi bancari. La prima affermazione trova una riprova abbastanza convincente nel movimento *relativo* degli « investimenti in titoli » e delle « anticipazioni ai clienti » effettuati dalle banche durante il periodo che va dal 1945 al 1948 :

	Incrementi degli « investimenti in titoli »	Incrementi dei « prestiti alla clientela »
	(milioni di sterline)	
Luglio 1945 — Dicembre 1945 .	+ 111,3	+ 67,7
Dicembre 1945 — Dicembre 1946 .	+ 193,1	+ 165,6
Dicembre 1946 — Dicembre 1947 .	+ 55,8	+ 225,4
Dicembre 1947 — Dicembre 1948 .	— 4,6	+ 172,3

La seconda affermazione acquista una certa plausibilità qualora si consideri l'aumentato rapporto tra depositi fiduciari e conti correnti.

tuno mettere in chiaro un punto pregiudiziale : e cioè distinguere tra la « cheap money » in generale e il tentativo di Dalton di « ultra cheap money ».

La critica della « cheap money » nei suoi presupposti teorici implica la non accettazione dell'indirizzo tracciato nel Libro Bianco su « La politica di occupazione », e un ritorno al principio che spetti al tasso di interesse di equilibrare la domanda per investimenti e l'offerta del risparmio. Secondo i sostenitori di questa tesi l'inflazione postbellica avrebbe dovuto essere combattuta con la politica monetaria; onde, volendosi mantenere una situazione di piena occupazione nell'immediato dopoguerra, e tendendo quindi in tal periodo la domanda di investimenti a superare l'offerta di risparmi disponibili, sarebbe stata necessaria l'adozione di ben più alti tassi per frenare gli investimenti e stimolare il risparmio. In un certo senso, questa tesi riposa sull'assunto aprioristico che le autorità, con i loro controlli, tenderebbero a distribuire le risorse disponibili tra i diversi usi in maniera non « economica », distribuzione che, se affidata al tasso d'interesse, sarebbe realizzata con risultati (in un certo senso) migliori (25).

Com'è risaputo, il tasso di interesse in una economia in condizioni di piena occupazione svolge una duplice funzione: in primo luogo, fissando il volume degli investimenti, riflette la preferenza della comunità per il consumo presente rispetto al consumo differito; in secondo luogo, distribuisce le risorse disponibili tra i vari programmi di investimenti, svolgendo così un controllo qualitativo e quantitativo. La tesi del « Libro Bianco » citato toglieva invece al tasso d'interesse l'una e l'altra funzione. Una volta ammesso un tal punto di vista, la tesi dei sostenitori del denaro « caro », che fa pieno affidamento sul tasso d'interesse, è posta fuori discussione.

In pratica, la massima parte dei critici sembra aver accettato la tesi ufficiale in

(25) Di norma, con la parola « migliore » si intende significare che l'azione amministrativa tende a produrre delle « strozzature » nell'offerta di alcuni fattori produttivi, strozzature che una distribuzione effettuata mediante il meccanismo dei prezzi avrebbe evitato.

base alla quale gli investimenti, sia per quanto riguarda la quantità che la qualità, dovevano essere determinati da controlli amministrativi (26).

« ULTRA CHEAP MONEY » E PRESSIONI INFLAZIONISTICHE.

14. — Possiamo così passare al secondo punto della discussione e cioè: dato che il tasso dell'interesse è, per ipotesi, al disotto di quel livello che equilibrerebbe risparmi e investimenti, in un'economia in fase di piena occupazione è fatale che si sviluppino delle pressioni inflazionistiche, pressioni inflazionistiche che è utile frenare per più di un motivo. Naturalmente, più il tasso di interesse sarà basso, più le pressioni inflazionistiche saranno forti. Pertanto il tentativo di comprimerlo ad oltranza non servirà ad altro che a rafforzare le pressioni inflazionistiche, a rendere più macchinoso l'apparato dei controlli, più erronea la distribuzione delle risorse disponibili, a provocare strozzature nella produzione e, da ultimo, ad ostacolare la politica di forzamento delle esportazioni. Onde — si concludeva — l'indirizzo seguito da Dalton equivaleva a gettare olio sul fuoco.

Ora, è questo un argomento molto diverso dal primo e che merita di essere attentamente considerato. Il primo argomento — per lo meno nella sua forma estrema — non significa altro che asserire la superiorità del meccanismo dei prezzi sopra il sistema dei controlli amministrativi. Si tratta di una posizione aprioristica. Il secondo, di natura essenzialmente empirica e concreta, si basa invece sull'assunto che tanto il consumo quanto gli investimenti siano elastici nei

(26) La distinzione accennata nel testo fra fautori della manovra del tasso d'interesse e fautori dei controlli amministrativi può forse dare l'impressione di una rigida contrapposizione. In realtà le posizioni sono molto più complesse. Scorrendo l'abbondante letteratura in materia, è facile rilevare come la maggior parte degli economisti, abbandonando oltranzismi dottrinari, sia giunta a posizioni di compromesso. Solamente presso minoranze si trovano prese di posizione esclusive e categoriche a favore dell'uno o dell'altro estremo.

confronti del tasso di interesse; e postula, inoltre, l'inevitabile imperfezione dei controlli. È ovvio, infatti, che se l'apparato dei controlli funzionasse alla perfezione, l'inflazione non si potrebbe sviluppare, anche se il tasso d'interesse si trovasse ad un livello inferiore al livello d'«equilibrio» ed il consumo e gli investimenti fossero elastici rispetto al tasso d'interesse. Ma i controlli, come è risaputo, sono tutt'altro che perfetti. I termini reali della disputa sono pertanto costituiti dalle due proposizioni relative alla funzione del consumo e alla funzione degli investimenti (pubblici e privati); e a queste dedicheremo un breve esame.

15. — *La domanda di investimenti: settore privato* — La domanda di investimenti di una comunità può essere suddivisa in due frazioni: quella che scaturisce dal settore privato e quella che scaturisce dal settore pubblico. Esaminiamo dapprima il settore privato.

In linea generale, una caduta nel tasso di interesse può ripercuotersi sulle decisioni di un imprenditore in tre modi: (a) producendo aspettative più o meno ottimistiche circa i futuri profitti (27); (b) abbassando il costo dei prestiti; (c) aumentando sostanzialmente la sua liquidità.

(a) Quanto al primo punto, non vi sono motivi aprioristici che ci consentano di decidere a favore di una ripercussione psicologica in un senso anziché in un altro. È perfettamente vero che un forte aumento nel tasso di sconto abbinato ad una contrazione del credito può smorzare l'entusiasmo degli operatori. Ma, per contro, una misura del genere, se considerata come un modo ortodosso e quindi « sano » di combattere l'inflazione, potrebbe anche provocare un mag-

(27) Una caduta più rapida di quella prevista può condurre a sostituzioni inter-temporali a favore di investimenti futuri. È probabile ad esempio che nel 1945 siano sorte aspettative di questo genere. Al contrario aspettative opposte possono aver stimolato gli investimenti nel 1946 e nei primi mesi del 1947. È difficile accertare gli effetti complessivi di queste possibilità. Probabilmente, nel complesso esse hanno agito in senso inflazionistico.

gior senso di fiducia (28). Ma il problema discusso in questa rassegna non riguarda una variazione *ampia* nella struttura dei tassi di interesse. Qui si tratta di movimenti della grandezza dello 0,50%. Sembra quindi poco probabile che le aspettative degli operatori circa i loro profitti siano state sostanzialmente migliorate dalla politica di Dalton. Se si ammette poi che gli operatori si siano lasciati influenzare dagli scrittori di problemi finanziari, è ben difficile che siano sfuggiti ad impressioni negative. Sembra pertanto più ragionevole non tener conto di questo elemento e considerarlo « neutrale ».

(b) Il costo di provvista di fondi può assumere per un operatore una delle seguenti tre forme: può trattarsi del costo di una nuova emissione azionaria od obbligazionaria; oppure del costo di uno scoperto di conto corrente; oppure del costo-opportunità di usare mezzi propri anziché tenerli investiti in titoli. Il costo di tutte e tre queste forme di finanziamento tende a cadere quando diminuisce il tasso di rendimento dei titoli relativamente « non di rischio » (titoli pubblici); ed è presumibile che cada in misura più accentuata (a seguito degli effetti di reddito operanti tramite il portafoglio di prestatori del tipo della Società di assicurazione) per le forme di finanziamento più rischiose. In pratica durante il periodo in cui Dalton fu Cancelliere dello Scacchiere tutte e tre le forme di finanziamento sopra accennate divennero meno costose. La riduzione del tasso d'interesse sugli scoperti di conto corrente fu probabilmente più notevole della diminuzione di rendimento dei titoli pubblici (29); ancor più forte fu la caduta del rendimento delle nuove emissioni azionarie ed obbligazionarie.

Le ripercussioni che una flessione nel costo dei prestiti provoca sulle decisioni di un operatore dipendono, *coeteris paribus*, dalla lunghezza del periodo che dovrà trascorrere prima che l'investimento dia luogo ad un profitto. È difficile supporre che una caduta

(28) È ben nota la contrarietà del mondo degli affari ad aumentare la domanda, la produzione e il livello dell'occupazione quando si profilano dei deficit nelle finanze pubbliche.

(29) È difficile, se non impossibile, controllare questo punto.

dell'ordine dello 0,50 - 0,75% — quale in effetti si verificò durante il cancellierato Dalton — abbia aumentato in misura notevole gli investimenti. Questa conclusione riposa su tre motivi: in primo luogo l'idea dominante di molti operatori nel periodo postbellico deve essere stata quella di sostituire e migliorare la propria attrezzatura aziendale nel più breve tempo possibile così da assicurarsi un'ottima base di partenza nella lotta per l'accaparramento dei mercati, prima che il «mercato dei venditori» si trasformasse in «mercato dei compratori». In secondo luogo, una variazione nei tassi dell'ordine di grandezza sopra accennato probabilmente non ha riflessi importanti anche assumendo che i prezzi rimangano costanti, a meno che il ciclo di produzione sia molto lungo. In realtà i prezzi non rimasero costanti; essi subirono rialzi ed era diffusa l'opinione che avrebbero continuato a salire; elemento questo che costituiva un forte incentivo ad iniziare immediatamente nuovi investimenti, senza preoccuparsi minimamente di scarti di piccola entità nel costo del danaro. Da ultimo, in quei settori in cui il ciclo di produzione è necessariamente lungo (ad esempio, nel settore edilizio) lo Stato o vi aveva un controllo diretto o comunque vi esercitava un'influenza preminente.

In conclusione sembra poco probabile che — dal punto di vista del costo — la domanda di investimenti avesse un'elevata elasticità rispetto al tasso di interesse.

(c) Il quadro muta quando si passa ad esaminare quali ripercussioni una variazione dei tassi di interesse possa provocare sulle decisioni ad investire, *attraverso gli effetti sulla liquidità delle imprese*. Non vi è dubbio che l'industria, al termine della guerra, possedesse forti quantità di titoli pubblici. Pertanto, anche una caduta dei tassi di interesse di modeste proporzioni quale fu quella realizzata da Dalton deve aver sostanzialmente aumentato la liquidità di molte imprese. Si tenga presente che il valore di un titolo al 3% acquistato al prezzo di 100 sterline passa a 120 sterline se il tasso diminuisce al 2,50% (100 sterline investite al 3% rendono come 120 sterline investite al 2,50%) procurando così a chi lo vende un guadagno

in conto capitale di 20 sterline. Ricordando l'assorbimento di titoli da parte delle Banche durante il 1945-46 e in minor misura durante il 1947, dobbiamo inferire che l'industria sia stata sollecitata a convertire in moneta liquida questi guadagni in conto capitale, per lo meno in buona parte. Mancano peraltro gli elementi per precisare sino a che punto le vendite di titoli fossero dovute ad una preferenza di moneta liquida e sino a che punto fossero invece motivate dal desiderio di intraprendere nuovi investimenti (30). Che tutto ciò abbia avuto un certo effetto inflazionistico è fuori dubbio, ma è impossibile giungere a valutazioni quantitative, anche perchè l'industria avrebbe certamente venduto forti quantitativi di titoli, fosse o non fosse caduto il tasso di interesse.

Sembra pertanto che vi siano valide ragioni per affermare che l'effetto quantitativo della caduta dei tassi sugli investimenti privati non sia stato forte. Invero, se ci basiamo sui risultati delle ricerche compiute dagli econometrici (31) e sui vari questionari del periodo prebellico (32) dobbiamo con-

(30) L'aumento del rapporto fra depositi fiduciari e conti correnti offre un certo sostegno alla tesi secondo cui una parte della domanda era originata dal desiderio di avere disponibilità liquide.

(31) Cfr. per una discussione su questo punto, L. KLEIN, *The Keynesian Revolution*, New York, 1949, pp. 59-67.

(32) J. E. MEADE e P. W. S. ANDREWS, commentando i risultati della nota inchiesta di Oxford (Cfr. «Oxford Economic Papers», n. 1 del 1938 e n. 2 del 1940) osservano:

«1. Vi è una concordanza di vedute pressochè completa sul fatto che i tassi a breve non hanno influenza sugli investimenti, sia per quanto riguarda le scorte che i capitali fissi.

2. La maggior parte (delle ditte censite) ha negato che il tasso di interesse a lunga scadenza influenzi direttamente gli investimenti, per quanto alcune ditte abbiano precisato che per esse costituisce pur sempre un fattore importante».

Queste osservazioni si riferivano principalmente agli effetti di costo. Per quanto riguarda gli effetti di liquidità, i due scrittori così si esprimono:

«Vi sono peraltro alcune indicazioni secondo le quali una caduta nei tassi a lunga scadenza avrebbe favorevoli effetti indiretti. Un'impresa ha sottolineato che un tale spostamento, elevando il prezzo dei titoli di Stato, fa salire il grado di liquidità dell'azienda, elemento questo di grande importanza per le decisioni dell'imprenditore».

cludere che durante il periodo in cui Dalton fu ministro, la scheda di domanda privata per investimenti possedeva probabilmente una bassa, piuttosto che un'alta elasticità rispetto al tasso di interesse.

16. — *La domanda di investimenti: settore pubblico.* — Una valutazione della domanda di investimenti da parte delle pubbliche autorità presenta aspetti sia economici che politici.

È difficile comunque supporre che questa componente della domanda di investimenti abbia mai avuto una forte elasticità di fronte a variazioni nei tassi di interesse.

Gli investimenti pubblici sono determinati in larga misura in base a considerazioni politiche (33). In altri termini è molto probabile che fattori come le pressioni politiche, un recente cambiamento di governo, l'orientamento della pubblica opinione quale si estrinseca mediante la stampa, costituiscano fattori molto più importanti delle variazioni del tasso di interesse nel determinare il volume degli investimenti pubblici.

Forse si può pensare che, in periodi normali, le decisioni ad investire delle autorità locali possano essere influenzate dall'altezza dei tassi; ma non sembra che questa fosse la situazione in Gran Bretagna nel periodo postbellico.

Date le scarse prove disponibili sul piano statistico e dato che da un punto di vista puramente logico sembrerebbe naturale attendersi effetti di modesta portata, la soluzione più ragionevole è forse quella di considerare anche questo elemento come neutrale.

17. — *Consumo privato* — I risparmi del settore privato si possono suddividere in tre parti: risparmi personali, ammortamenti, profitti non distribuiti. Di queste tre componenti la prima e la terza costituiscono gli elementi variabili. Ma, dato che la politica dei dividendi era allora assog-

gettata a controlli ufficiali ed a pressioni indirette, è forse più esatto restringere ogni eventuale ripercussione di variazioni del tasso di interesse alla prima componente (risparmi personali). In questo campo un punto pregiudiziale da mettere in evidenza riguarda la decrescente importanza dei risparmi personali netti nella formazione del capitale. Si veda in proposito la tabella VI che precisa l'andamento del risparmio in Inghilterra nel 1938, 1946, 1947 e 1948.

TABELLA VI.

ANDAMENTO DEI RISPARMI PERSONALI.
(milioni di sterline)

	1938	1946	1947	1948
Risparmi personali lordi	217	802	440	409
Risparmi personali netti	139	658	276	174
Risparmi personali lordi in % del reddito disponibile	4,8	10,5	5,5	4,8
Risparmi personali netti in % degli investimenti lordi finanziati con capitale nazionale . .	18%	50%	19,5%	8%

La cifra elevata che si ha per il 1946 può essere facilmente spiegata ricordando che in quel periodo vi era ancora scarsa disponibilità di beni. Si tratterebbe quindi di risparmio forzato e non di risparmio genuino veramente « desiderato ». Considerando che l'importanza relativa dei risparmi personali è in diminuzione e che i livelli toccati nel 1946 e nel 1947 sono da imputare soprattutto alla mancanza di merci, ci sembra ragionevole concludere che piccole variazioni nel tasso di interesse non dovrebbero avere un effetto rilevante, nell'insieme.

Inoltre, nel periodo in considerazione, buona parte dei risparmi personali era costituita dal cosiddetto « piccolo risparmio ». Ovviamente è del tutto improbabile che i piccoli risparmiatori possano essere influenzati in misura sensibile da fluttuazioni di minor conto nel rendimento dei titoli di stato soprattutto quando si ricordi che il tasso di interesse praticato dalle Casse Postali di Risparmio rimase invariato al 2,50%. Con questo non si vuole naturalmente negare che la flessione dei tassi di interesse possa aver incoraggiato il consumo da parte di

(33) Cfr. SIR HUBERT HENDERSON, *The Significance of the Rate of Interest*, in « Oxford Economic Papers », n. 1, ora ristampato nel volume *Oxford Studies in the Price Mechanism*, a cura di T. WILSON e P. W. S. ANDREWS, Oxford, Clarendon Press, 1951, pp. 16-27.

coloro che stavano realizzando profitti effettivi o illusori con operazioni speculative. È noto ad esempio che le spese per divertimenti subirono un aumento effettivo. Ma, per contro, quelle categorie sociali che non speravano in aumenti di reddito nel futuro pur prevedendo un aumento dei prezzi, avrebbero dovuto aumentare i loro risparmi.

In conclusione sembra di poter affermare che, per quanto vi sia stato un certo aumento nei consumi privati, questo è stato contenuto entro limiti modesti (34).

18. — *Spesa pubblica.* — Nell'esaminare le spese del settore pubblico dell'economia, un effetto della caduta dei tassi di interesse appare immediatamente evidente: la riduzione del costo per il servizio del debito pubblico, riduzione che si sviluppa in due tempi, immediatamente per il debito fluttuante, in un secondo tempo — quando cioè siano state condotte a termine le operazioni di conversione — per il debito redimibile e consolidato. Peraltro, in materia è facile esagerare. In primo luogo il prendere in considerazione la cifra totale del debito pubblico può essere fuorviante in quanto una parte del debito stesso è detenuta da istituzioni governative. In secondo luogo l'ammontare reale dell'importo in tal modo risparmiato è minore dell'ammontare apparente, dovendosi tener conto del minor gettito dell'imposta sul reddito conseguente al più basso rendimento dei titoli. Supponiamo che l'imposta sul reddito sia in media di 9 scellini per sterlina. I risultati sarebbero i seguenti :

	1945	1946	1947
	(in milioni di sterline)		
Importo risparmiato sul debito fluttuante.	7	30	29
Importo risparmiato sugli altri tipi di debito pubblico	—	6,5	7,2
Risparmio netto dopo le deduzioni per il minor gettito fiscale	3,7	20,2	19,9

(34) Le prove fornite dagli econometrici rafforzano queste ipotesi. Il Klein per esempio nota: « Nessun econometrico ha mai trovato una correlazione di qualche rilievo tra il livello dei consumi ed i tassi di interesse una volta che si tenga conto delle correlazioni tra consumo e reddito ».

Nelle pagine precedenti abbiamo già messo in rilievo come la spesa pubblica sia determinata da fattori politici. Di conseguenza ci sembra lecito dedurre che la misura dell'avanzo o del deficit di bilancio sia stata decisa senza tener conto del livello dei tassi di interesse.

19. — Vi è stato, di conseguenza, un effetto inflazionistico netto per l'economia del paese considerata nel suo complesso? Purtroppo, mancano gli elementi necessari per rispondere con conoscenza di causa a questa domanda. Una risposta basata sul buon senso potrebbe essere questa: un effetto inflazionistico vi è stato, ma è stato quantitativamente insignificante.

Se questa conclusione è accettata, cade automaticamente la maggior parte delle critiche sollevate contro la politica di Dalton. A questa politica può però muoversi una ulteriore accusa: aumentando la liquidità dell'organismo economico nel modo che ora si è visto, essa offriva la possibilità al pubblico di mettere in moto un processo inflazionistico con una corsa sfrenata agli acquisti. E questo era un rischio effettivo. Questa tesi, in linea di principio, è senz'altro vera. Ma il punto importante consiste nella grandezza del rischio che si correva. Secondo la nostra opinione, finchè l'apparato dei controlli ed il sistema dei razionamenti conservavano, nel complesso, la loro efficienza (anche se non si poteva sperare che seguitassero a funzionare come al tempo di guerra) il rischio non poteva essere sopravvalutato.

CONCLUSIONI.

20. — Ponendosi dal punto di vista delle autorità pubbliche, è possibile elencare tutta una serie di vantaggi connessi con la politica di estrema compressione dei tassi. Essi sono: a) il più basso costo del servizio del debito pubblico; b) il minor carico degli interessi per il finanziamento dei programmi edilizi; c) il minor volume di interessi da corrispondere sui ti-

Ed aggiunge: « Si deve concludere che la funzione del consumo è inelastica nei confronti dell'interesse e che il consumo non è sensibile a variazioni del tasso di interesse ».

toli emessi a fronte delle nazionalizzazioni ;
d) gli effetti sulla distribuzione del reddito.

(a) Il primo di questi punti è già stato discusso. Non sembra peraltro che le somme risparmiate per questa via possano considerarsi rilevanti. Ma le autorità dovevano pensare che, in un periodo più lungo, le somme risparmiate avrebbero raggiunto importi ben più consistenti in quanto, se fosse loro riuscito di consolidare il tasso del 2,50%, avrebbe dovuto essere possibile eliminare gradualmente, con successive operazioni di conversione, i titoli ad interesse più elevato.

(b) Non vi sono dubbi sull'importanza che il governo laburista annette ai prestiti a basso tasso d'interesse per l'attuazione dei programmi edilizi. Tutta la politica governativa in questo settore — attuata con la collaborazione delle autorità locali — ha mirato alla costruzione di case di abitazione suscettibili di essere affittate a prezzi modici. Gli appartamenti venivano assegnati non in base alle possibilità di pagare, ma in base alle esigenze del richiedente. In questo caso l'«esigenza del richiedente» veniva usualmente valutata sulla base di criteri come i seguenti: il numero dei bambini, gli anni del servizio militare prestato, l'idoneità o meno della sistemazione attuale, le condizioni di salute, ecc. Indubbiamente, in questo campo, anche un risparmio dello 0,50% sul carico degli interessi ha il suo valore. Significativo è il fatto che il settore edilizio sia rimasto immune, per diretto intervento governativo, dall'aumento generale dei tassi che si è recentemente verificato.

(c) Senza dubbio un punto che stava molto a cuore al Governo era costituito dalle ripercussioni che la politica di compressione dei tassi aveva sulla distribuzione del reddito. Rientrava cioè tra gli scopi della politica di Dalton quella redistribuzione dei redditi che doveva iniziare la keynesiana « eutanasia del rentier ».

21. — Venendo a parlare degli svantaggi, due emergono tra gli altri: l'aumentata pressione inflazionistica, i larghi guadagni in conto capitale effettuati dagli speculatori. Quanto al primo punto noi non crediamo, come già dicemmo, che la pressione infla-

zionistica generata dall'azione di Dalton sui tassi d'interesse sia stata molto rilevante.

Ed è strano che i critici si siano concentrati su questo aspetto del problema, senza tener conto del bilancio pubblico che si chiudeva con i seguenti risultati: nel 1945, con 2290 milioni di sterline di deficit; nel 1946 con un deficit di 966 milioni di sterline; nel 1947, con 491 milioni di deficit.

A Dalton invece non può essere evitato il rimprovero di aver permesso profitti di speculazione; ma la loro entità è un'altra questione.

22. — Comunque, pur con le rettifiche sopra esposte di giudizi critici correnti, a nostro avviso il conto degli aspetti positivi e negativi chiude in passivo per il Cancelliere, soprattutto se si tiene conto dell'errore fondamentale commesso da Dalton: il non aver saputo valutare la probabile natura delle aspettative di lungo periodo del mercato (35). Secondo noi, queste aspettative erano (e sono) tali da richiedere una differenza del 3% tra tassi del debito fluttuante e tassi a lungo. Se questo assunto è corretto, la politica di Dalton non poteva avere speranze di successo. Inoltre, sembra che il Cancelliere abbia fatto un eccessivo affidamento sullo apparato dei controlli, il quale, una volta venuto meno lo spirito patriottico del tempo di guerra, funzionava sempre più faticosamente.

23. — Tuttavia, anche se il tentativo di voler ulteriormente comprimere i tassi di interesse fu certamente uno sbaglio, la continuazione della « cheap money policy », intesa in senso ampio, non dovrebbe essere abbandonata. La politica monetaria dovrà tentare, nel futuro, di riconciliare una serie di contrastanti esigenze: a) l'esigenza di un basso costo del servizio del debito pubblico; b) l'esigenza della stabilizzazione dei redditi

(35) In sostanza, è questa l'opinione più diffusa in merito alla politica del Cancelliere Dalton. « L'errore (del sig. Dalton) consistette nel tentativo di forzare i saggi di interesse al di sotto della norma di lungo periodo »; così H. HENDERSON in « Moneta e Credito », n. 8, 4° trimestre 1949, pag. 307. (N. d. T.)

e dei prezzi ; c) l'esigenza degli istituti finanziari alla stabilità delle quotazioni dei titoli dei loro portafogli.

La prima esigenza eserciterà sulle autorità monetarie una pressione a favore di un livello di tassi il più possibile basso. L'ultima renderà probabilmente impossibile qualsiasi movimento di ampia portata, che esporrebbe le banche, le compagnie di assicurazione e gli altri istituti finanziari a perdite in conto capitale. D'altra parte, i risultati delle indagini effettuate in materia sembrano comprovare che sia il consumo che gli investimenti sono comparativamente insensibili a piccole variazioni nei tassi di interesse. Le autorità si trovano così di fronte alla seguente alternativa : variazioni di piccolo conto sono possibili ma inefficaci ; variazioni più forti possono essere efficaci ma implicano gravi rischi.

Sulla base di questa situazione generale e tenendo conto delle pressanti esigenze del servizio del debito pubblico, la soluzione più saggia sembrerebbe quella di stabilizzare i tassi del debito fluttuante (Treasury Bills) attorno allo 0,50% ed i tassi a lungo attorno al 3,50%. Inoltre le autorità monetarie dovrebbero concentrarsi soprattutto sull'emissione di titoli a media scadenza, con una data di riscatto ben definita ; tali titoli sarebbero

particolarmente indicati per gli istituti finanziari.

Se si decide di seguire una politica del genere (e sembra che le autorità si indirizzino in tal senso), allora il compito della stabilizzazione dei redditi e dei prezzi ricade sulla cosiddetta « pianificazione finanziaria ». Non è qui il luogo per entrare in una discussione sui vantaggi e sugli svantaggi che questo indirizzo presenta. Tuttavia dobbiamo asserire che durante il Cancellierato di Sir Stafford Cripps la disinflazione finanziaria, in termini generali, ha avuto successo. Gli anni che vanno dal 1947 a tutt'oggi sono stati anni di considerevoli progressi.

Negli ultimi anni, spesso si è richiesto di affidare il controllo dell'economia alla manovra del tasso di interesse ; ma finora simile indirizzo non è stato messo in pratica. A nostro avviso, si dovrebbe continuare con la politica di « pianificazione finanziaria ». L'uso dello strumento del tasso d'interesse dovrebbe essere accantonato fino a che ricerche statistiche molto più esaurienti non ci abbiano messo in grado di precisare in che modo e in che misura variazioni del tasso di interesse influenzino le propensioni della comunità a consumare, investire e risparmiare.

D. C. ROWAN