

E ora dove? *

C.A.E. GOODHART

1. Introduzione

Dubito di potermi definire un "eminente economista". Sono diventato una figura di primo piano in un ristretto numero di aree particolari di studio, soprattutto nell'attività della banca centrale e nella politica monetaria, e, in un secondo momento della mia carriera, nella microstruttura del mercato dei cambi esteri; ma non ho aggiunto alcunché al corpo delle teorie in voga, e il mio ruolo di consigliere politico, sebbene di solito interessante e gratificante, si è svolto per lo più a un livello troppo secondario per potermi considerare eminente. Nonostante ciò, la vanità coglie tutti; dal momento che mi è stato chiesto di contribuire a questa serie, e pertanto di entrare a far parte degli eletti, come posso rifiutarmi adducendo la mia indegnità?

Desidererei, nonostante ciò, utilizzare le esperienze accumulate nelle tre fasi principali della mia carriera, ovvero gli studi nelle due Cambridge, 1958-1965, l'attività presso la Banca d'Inghilterra, 1968-1985, e l'insegnamento alla London School of Economics, 1966-1968 e dal 1985 a oggi, come trampolino per discutere alcune questioni economiche attuali, come la trattazione delle aspettative, l'utilizzo e il ruolo degli economisti nella City e l'analisi dei mercati. E ora che sono tornato a compiti di consulenza, come membro indipendente esterno del neonato (1997) Comitato di politica monetaria della Banca d'Inghilterra, terminerò con alcuni commenti sull'autonomia della banca centrale.

□ London School of Economics, Financial Markets Group, London (Gran Bretagna).

* Contributo a una serie di reminiscenze e riflessioni su esperienze professionali di illustri economisti. La serie ha avuto inizio nel numero di settembre 1979 di questa rivista.

2. Biografia (1936-58)

Probabilmente provengo da un ambiente più privilegiato rispetto a ogni altro precedente collaboratore a questa serie di articoli. Mia nonna paterna era una Lehman, della grande famiglia Lehman di New York.¹ Oltre ai banchieri e alla banca, quella famiglia ebbe l'onore di contare fra i suoi membri contemporaneamente uno dei più noti governatori e senatori di New York (Herbert) e il suo primo giudice (Irving). Mio nonno paterno era un agente di cambio anziano alla borsa di New York.

Mio padre, Arthur Lehman Goodhart,² fu mandato dai suoi genitori a studiare economia al Trinity College di Cambridge nel 1912. In quegli anni al Trinity non vi erano economisti, e - come raccontò mio padre - gli fu consigliato di *non* andare al vicino King's College a studiare sotto la guida del giovane Keynes, perché i suoi consiglieri al Trinity dubitavano che Keynes fosse "sano". Ad ogni modo, egli si indirizzò invece allo studio del diritto con un giovane docente del Trinity di nome Harry Hollond, e quello fu l'inizio della sua carriera universitaria da giurista.

Nel 1914 mio padre tornò a New York come avvocato; in seguito, dopo un periodo nell'artiglieria durante la prima guerra mondiale e un più importante periodo come consulente legale nella commissione statunitense per la Polonia (1919) incaricata di indagare sui problemi etnici del luogo, essenzialmente legati all'antisemitismo, e che divennero il fondamento del suo primo libro,³ tornò a Cambridge in via più stabile diventando egli stesso un docente di diritto del Corpus Christi College. Da lì trasferì la propria famiglia a Oxford, dove nel 1936 (l'anno della mia nascita) era diventato professore di giurisprudenza, e divenne Master dello University College, 1951-1963.

Sebbene la famiglia americana di mio padre sia ebrea, a quel tempo molti non erano strettamente osservanti, e mio padre non era credente. A Cambridge sposò un'inglese, Cecily Carter, figlia di un

¹ La famiglia ha un posto di primo piano in Birmingham (1998); si veda anche Nevins (1963) e Flade (1996).

² Si veda *The Dictionary of National Biography* (1986, pp. 350-51).

³ A.L. Goodhart (1920).

commercialista di Birmingham e membro fedele della Chiesa d'Inghilterra, che allevò come tali i suoi tre figli.

Il nesso angloamericano fu rafforzato durante la seconda guerra mondiale. Dichiarato oppositore del nazismo, mio padre finì nella lista nera nazista. Insieme a molti nostri parenti stretti di New York, i miei due fratelli maggiori e io fummo evacuati negli Stati Uniti, mio fratello William (6 anni) e io (2 anni) affidati a una bambinaia, mentre i miei genitori rimasero a Oxford. Quando tornammo dopo la fine della guerra dovettero indicarmi mia madre sulla banchina della stazione ferroviaria.

In quel periodo nelle scuole elementari americane non si insegnava il latino, che era un requisito importante per entrare nelle scuole private britanniche; si insegnavano solo un po' di francese e la storia "sbagliata": sul piano scolastico mio fratello si trovava perciò molti anni "indietro" rispetto ai suoi coetanei inglesi, sebbene di fatto fosse intellettualmente brillante. L'unico istituto britannico che lo avrebbe accettato era la succursale St Leonards della Summerfield School di Oxford, alla quale venivano destinati gli studenti troppo deboli per entrare alla scuola principale di Oxford. A me fu concesso di scegliere tra lo stare in casa con i miei genitori come allievo esterno di una (eccellente) scuola di Oxford, e l'accompagnare mio fratello al collegio; poiché egli era l'unica costante in un mondo altrimenti caleidoscopico, scelsi di andare con lui.

Intellettualmente stimolante o meno, il collegio era un posto incantevole, ma nei suoi sessant'anni di esistenza solo due suoi allievi avevano avuto poi borse di studio, e sebbene si fosse pensato di provare a farmi sostenere uno degli esami per una borsa di studio, quando venne il momento ero troppo in ritardo.

Nonostante la sua carriera universitaria, mio padre era uomo di mondo, soddisfatto da, e interessato a mantenere, il potere di influenzare gli eventi. Volle trasmettere ciò ai suoi figli. Così ci mise tutti in lista per Eton, il più autorevole collegio inglese. Se non si vinceva una borsa di studio, si doveva essere accettati nelle liste normali (come *op-pidan*). A causa della guerra mio padre aveva presentato troppo tardi la domanda. L'unico motivo per cui fui accettato fu che allora ero bravo nel cricket, e il mio futuro direttore di residenza (Whitfield) voleva soprattutto vincere la coppa inter-residenze di cricket. Purtroppo in seguito la mia vista peggiorò rapidamente, e non riuscivo a vedere i servizi veloci!

La residenza di Whitfield aveva poco in comune con un ambiente universitario. Si era incoraggiati a evitare di essere "troppo bravi", un serio difetto agli occhi degli *oppidans*. Nonostante ciò l'insegnamento era eccellente, e l'assegnazione degli allievi per capacità faceva sì che fossimo sempre stimolati accademicamente. Il sistema educativo inglese tuttavia specializza troppo presto, e io mi concentrai sulla storia (e le lingue) dall'età di 16 anni, rinunciando a tutte le scienze naturali e alla matematica prima ancora che avessi iniziato calcolo!

Come in molti altri campi della vita inglese, anche nell'economia Eton è stata un'importante fonte di personalità di rilievo (sebbene lì l'economia non sia stata insegnata prima degli anni '70). Keynes e Dennis Robertson erano entrambi etoniani, e nella mia generazione hanno lasciato un segno Richard Layard e Nick Dimsdale. Qualcuno dovrebbe scrivere una nota sul contributo degli economisti etoniani.

Quando andai a Cambridge nell'ottobre 1957, dopo due anni di servizio militare obbligatorio,⁴ mi misi a leggere di economia. In realtà a quell'epoca non intendevo diventare un economista, ma questi studi rientravano nel progetto di massima di mio padre per i suoi tre figli. Il maggiore dei miei fratelli, Sir Philip Goodhart, membro conservatore del Parlamento per Beckenham (1957-1992), si stava già avviando alla carriera politica; l'altro mio fratello maggiore, Sir William Goodhart, era il più intelligente di noi tre; mio padre lo vedeva come degno successore del suo lavoro nel campo giuridico all'università. Gli accademici e i politici tuttavia non guadagnano molto. Mio padre intendeva assicurarmi una formazione adatta a entrare nella finanza, probabilmente in una banca d'investimento, forse a New York, sulle orme di molti altri membri della mia parentela newyorkese, come gli Altschul, i Lehman, i Loeb, i Morgenthau, e altri.

⁴ Durante tale servizio fui coinvolto marginalmente negli avvenimenti del 1956, cioè la rivolta ungherese e la crisi di Suez. Il mio battaglione aveva il compito di attrezzare le caserme ad abitazioni per gli ungheresi che riparavano nel Regno Unito. Durante la crisi di Suez fui nominato ufficiale dei servizi segreti in una brigata che doveva essere istituita con il compito di andare a Suez in una seconda ondata, che venne cancellata. Nel frattempo il generale di brigata mi aveva chiesto di curare la sua sicurezza personale e di bruciare tutte le carte segrete che non fossero necessarie. Erano diverse centinaia, e le bruciai tutte tranne tre, un primo fondamento della mia successiva convinzione che le persone (*non* solo i burocrati, si veda la sezione 5), classificano con troppo entusiasmo le carte come confidenziali o segrete quando non vi è motivo di farlo.

Durante il mio primo anno a Cambridge non lavorai molto, e agli esami mi aspettavo un voto moderatamente buono. Con mio grande stupore, e gioia, risultai primo. Ciò cambiò completamente la mia vita. Non ero mai stato primo in niente di importante fino ad allora. Adesso avevo trovato qualcosa che avrei potuto fare. Inoltre, l'economia era divertente e stimolante perché sembrava così insicura di se stessa (così scorretta). Nonostante tutti i modelli formali, nessuno realmente sapeva, né sa ora, cosa determini il livello o il tasso di crescita della maggior parte delle variabili economiche fondamentali. In tutta la mia istruzione precedente vi erano state una pronuncia corretta, una data corretta, una dimostrazione esatta, e troppo spesso l'esercizio principale si riduceva a imparare come ripeterle a richiesta. Trovare un argomento nel quale il proprio insegnante ammettesse che vi erano molte possibili risposte, e che era possibile che *nessuna* di quelle già sviluppate fosse corretta, fu profondamente liberatorio. Mi persuasi così di potervi portare un contributo, e di poterlo fare in modo socialmente meritevole.

Nonostante le peculiarità delle mie prime esperienze, un confronto tra queste e quelle di altri collaboratori a questa serie di articoli rivela qualche tratto comune. In primo luogo vi è la mia origine ebrea; perché gli ebrei si sono dimostrati così chiaramente predisposti all'economia? Questo mi sembra un fatto stilizzato, che però la maggior parte dei commentatori trascura volutamente. In secondo luogo (forse anche questo in relazione con l'ebraismo?) vi è il mio sentirmi *non appartenente* del tutto ad alcun gruppo-religione-paese, ma di condividere in generale una cultura internazionale (sebbene essenzialmente atlantica). In terzo luogo, vi è la tendenza diffusa ad approdare all'economia da una specializzazione esterna, e da due filoni principali: il primo è quello della matematica e della fisica, il secondo quello della storia e delle altre scienze sociali e umanistiche. L'interazione tra questi due orientamenti fornisce la maggior parte della tensione creativa personale nel nostro campo. Senza la comprensione del quadro istituzionale-sociale-politico, la matematica porterà solo a un vuoto formalismo. Senza un solido nucleo teorico, la conoscenza storica e istituzionale sarà prolissa, vaga e spesso sbagliata. Ho sempre saputo di aver bisogno di più matematica per diventare un economista completo e davvero bravo, ma il tempo a disposizione era sempre troppo poco, la mia predisposizione troppo scarsa e troppi gli altri esercizi affascinanti su cui lavorare per intraprendere l'investimento necessario.

3. Le due Cambridge, 1957-1965

In quegli anni la facoltà di economia di Cambridge (Regno Unito) era dominata dal trio Kaldor, Kahn e Joan Robinson. Kahn appariva (almeno a me) una figura eremitica, che non teneva mai lezioni e che aveva pochi contatti con gli studenti, ma che era considerata l'eminenza grigia nella salvaguardia della purezza dottrinale. Joan Robinson attraversava il suo periodo cinese, e faceva lezione con una bellissima toga di seta, che si diceva donatale da Mao in persona. Nelle discussioni era feroce e aspra, ma lo era *molto* più con gli altri professori, specialmente neoclassici, che con gli studenti; se era evidente che ci sforzavamo, Joan diventava davvero gentile con noi (sebbene io sia felice che non sia mai stata mio *supervisor*). Nicky Kaldor era di gran lunga il più avvicinabile, e secondo me era il miglior economista dei tre. Aveva una sorgente di idee originali (per sua stessa ammissione di varia qualità) e un immenso entusiasmo per ciascuna di esse e per l'economia in generale. Durante i seminari Nicky era solito sonnecchiare (o fingeva di dormire?), per poi tornare in vita con un intervento improvviso, e solitamente appropriato.

Il fronte ideologico sostenuto da questi tre professori dominava Cambridge; Piero Sraffa era una figura affascinante, ma in larga misura invisibile,⁵ della Marshall Library; Austin Robinson aveva un ruolo di secondo piano; James Meade ancora non era stato invitato e Dennis Robertson era appena andato in pensione; il trio dominante riusciva comunque a marginalizzare qualunque seria sfida concorrenziale proveniente dagli ultimi due. Dennis mi invitò per un tè, con i suoi gatti. Ricordo ancora il mio imbarazzo quando immaturamente osservai che i suoi scambi con Keynes sulla *Teoria generale* dovevano essere stati stimolanti, e vidi l'espressione di sofferenza sul suo viso.

I migliori insegnanti, tuttavia, erano gli economisti più giovani, e di questi Cambridge ospitava un altro trio, Michael Farrell, Frank Hahn e Robin Matthews. Di loro, Robin Matthews offriva le lezioni

⁵ Invisibile agli studenti. Tuttavia il suo grande libro (1960) esercitava in quegli anni un'importante influenza sulla prospettiva teorica della facoltà di Cambridge, ma non riusciva a farsi veramente strada nelle sempre più dominanti scuole degli economisti nordamericani.

più chiare; Frank Hahn era il più avanzato tecnicamente, ma era Michael Farrell ad apparirmi come il più originale. La sua morte prematura è stata una grande perdita. Certamente Cambridge aveva un ampio corpo docente, con esperti in molte altre discipline, come Robin Marris per l'economia industriale e Dick Goodwin per i cicli economici (sebbene nessuno, dopo Dennis Robertson, davvero bravo in economia monetaria). In quel periodo la storia economica era parte integrante del corso di studi, e in generale era insegnata straordinariamente bene.⁶ Al contrario, il corso di statistica era elementare e rudimentale; non vi era nulla di riconoscibile come econometria; la matematica per economisti e l'economia matematica erano solo facoltative e venivano scelte da pochi, e io non ero tra questi.

Comunque a Cambridge non erano le lezioni a costituire la base principale dell'istruzione; il sistema basato sui corsi di lezioni e sulle classi era sconosciuto. Gli insegnanti spesso non partecipavano agli esami. Molte, forse la maggior parte, delle lezioni erano scarsamente frequentate, e lo erano sempre meno con il passare del trimestre.⁷

La forma principale d'istruzione era quella delle sessioni con un *tutor*. Si tratta di un sistema a elevatissima intensità di lavoro, basato su incontri della durata di un'ora, tra un *tutor* e uno o due studenti, durante il quale lo studente legge ad alta voce il proprio saggio e poi il *tutor* lo commenta. A volte il *tutor* aveva già letto il saggio in precedenza, altre volte no. Quasi certamente questo sistema è troppo impegnativo per resistere. Nonostante ciò la selezione degli argomenti e la relativa scrittura e lettura dei saggi settimanali costituivano allora il lavoro principale del trimestre. I *tutors* per la maggior parte provenivano dal college cui si apparteneva. I miei primi due *tutors* furono quindi economisti del Trinity, Robert Neild e Maurice Dobb. Si diceva che Dobb fosse comunista, ma come *tutor* era inutile, in quanto si rifiutava di fare critiche, prendere posizione e a malapena faceva commenti. Sembrava più un gentiluomo in pensione che un economi-

⁶ Con l'eccezione di un insegnante di storia economica statunitense, le cui idee avversavo al punto che imparai molto dal provare a escogitare confutazioni mentre spiegava.

⁷ L'insegnante di gran lunga migliore di quel periodo non era un economista, bensì Noel Annan, che teneva lezioni sui grandi filosofi. Era l'unico, nel campo delle scienze sociali, che poteva fissare l'orario della lezione alle 9 del mattino e disporre di un auditorio vasto e stabile.

sta comunista.⁸ Il mio *tutor* di gran lunga migliore, Michael Posner (del Pembroke College), non proveniva dal Trinity. Michael spesso sosteneva di saperne meno dello studente che gli stava di fronte sull'argomento del saggio, ma poi, a prima vista ingenuamente, si sarebbe lasciato andare a un paio di domande apparentemente banali che avrebbero costretto a riconsiderare l'intero argomento sotto una nuova luce.

Nel mio ultimo anno fui affiancato nelle ore di tutoraggio da uno studente che era appena approdato all'economia dalla matematica pura. Si chiamava Jim Mirrlees. Jim e io procedemmo bene insieme, sebbene i nostri approcci e le nostre predisposizioni fossero affatto differenti. Ricordo di essermi sentito offeso per il fatto che il nostro *tutor* di quell'anno, David Champernowne, preferisse chiaramente Mirrlees, nonostante il suo allora scarso retroterra in economia e i miei due precedenti esami conclusi con il massimo dei voti. Gli eventi successivi dimostrarono l'acutezza delle preferenze di Champernowne, avendo Mirrlees ricevuto il premio Nobel per l'economia nel 1997.

Le personalità principali della facoltà conducevano anche un seminario pomeridiano per quegli studenti, solitamente circa 12-15, che erano risultati i migliori agli esami di economia del primo (e del secondo) anno. Coloro cui era chiesto di partecipare durante il loro secondo anno avrebbero presentato a tale seminario un lavoro nel loro terzo anno. Gli altri studenti avrebbero estratto a sorte un numero che determinava l'ordine con il quale si sarebbe *dovuto* fare commenti sul lavoro presentato in precedenza. I docenti assistevano, spesso in numero sorprendente, ma correttamente evitavano ogni commento, anche breve, fino alla fine.

Ho dimenticato il saggio che condivise il premio Adam Smith, ma ricordo piuttosto bene il mio lavoro per la Marshall Society. Si trattava di un'interpretazione della teoria di Shackle⁹ su come gli agenti affrontano l'incertezza sul futuro, con la funzione della sorpresa potenziale, un grafico tridimensionale (da me costruito con plastilina multicolore), e così via.

⁸ Circolava una battuta a proposito di uno straniero (pare Kalecki) che era venuto al Trinity in cerca del prototipo del gentiluomo inglese, e alla fine dichiarò di averne trovati due; tuttavia uno era italiano (Sraffa) e l'altro comunista (Dobb).

⁹ Si veda ad esempio Shackle (1949).

Shackle asseriva che in pratica gli individui concentrano la propria attenzione su un unico dato di guadagno (o di perdita) che potrebbe risultare da una decisione, dove il dato guadagno-perdita è funzione della sorpresa potenziale del risultato insieme all'intensità con cui si anticipa quel risultato. Il dato guadagno-perdita è definito dal punto in cui le due variabili raggiungono il massimo; gli individui confrontano allora il dato di guadagno con il dato di perdita e giungono a una decisione. Quando il risultato è del tipo "l'una o l'altra cosa" (ad esempio, il mio prossimo viaggio in aereo finirà in un disastro o no), questo genere di approccio appare ancora ragionevole. In effetti, risultati con previsioni molto sentite (come nell'esempio precedente) suscitano frequentemente reazioni molto più forti (dopo il disastro della Lockerbie gli aeroporti divennero quasi deserti) di quanto l'analisi razionale della probabilità avrebbe suggerito (dopo la paura per la "mucca pazza" il consumo di manzo in Germania, dove non si era verificato alcun caso di malattia, è crollato con la stessa rapidità registrata nel Regno Unito!).

Tale approccio, che consiste nel tentativo di semplificare il processo decisionale riducendolo a un confronto tra due valori, è meno indicato quando il risultato può assumere un insieme continuo di valori, come accade con la maggior parte delle variabili economiche, ad esempio prezzi e quantità. Tuttavia Shackle sosterrrebbe che l'esercizio di provare a costruire una distribuzione di probabilità attesa richiederebbe troppo tempo (e quindi non massimizzerebbe l'utilità), soprattutto quando siamo ancora incerti su quale grado di fiducia attribuire alla nostra soggettiva distribuzione di probabilità. Vi è poi un regresso infinito quando ci chiediamo quale probabilità possiamo attribuire alla probabilità che abbiamo attribuito a un risultato.

Come nel paradosso di Grossman-Stiglitz, la mancanza di tempo e i costi di acquisizione delle informazioni rendono razionale rinunciare a incorporare tutte le informazioni disponibili nel nostro processo di formazione delle aspettative. Il modo più semplice e più ovvio di risparmiare tempo e sforzi è provare ad apprendere (ad esempio su probabilità, risultati, modelli, ecc.) da chi può avere più informazioni o informazioni migliori. Il paradigma dell'"agente rappresentativo" può semplificare i calcoli e l'analisi, ma è chiaramente insoddisfacente in tutte le analisi nelle quali le aspettative sono importanti. Anche se impariamo dagli errori nostri e altrui, impariamo molto più dalle argomentazioni, dalle idee e dal comportamento delle altre persone.

Poiché gli individui sono eterogenei e fallibili, e poiché tutti apprendono in continuazione dalle circostanze e dagli altri, il concetto che "tutti" conoscano il vero modello del mondo è ridicolo; nessuno conosce il "vero" modello. Anche l'idea logicamente più seducente secondo cui si dovrebbero assumere aspettative compatibili con il modello, cioè secondo la quale nel formulare un modello si dovrebbe assumere che tutti gli agenti si comporteranno come se quel particolare modello fosse esatto, non solo è falsa in realtà, ma è anche probabile che comporti una sottostima della misura in cui l'apprendimento dall'osservazione degli altri porta a un comportamento imitativo, a cambiamenti improvvisi, e apparentemente irrazionali, nel comportamento del mercato, e così via.

La versione debole delle aspettative razionali, cioè che gli individui non continueranno indefinitamente a commettere errori sistematici, è per lo più corretta ("*you cannot fool all the people all the time*"); le versioni più ambiziose di quell'approccio teorico, espresse in termini del grado di informazioni acquisite o della conoscenza comune di un "vero" modello, vanno invece troppo oltre. Sarebbe preferibile un approccio che considerasse la razionalità limitata o la quasi-razionalità in un contesto statico, e i processi di apprendimento (in un mondo esso stesso soggetto a cambiare) in un contesto dinamico. Vi è ancora molto da fare per migliorare la nostra comprensione e la nostra analisi in questo campo. Immagino che Shackle passerà alla storia del pensiero economico come un pioniere idiosincratico; tuttavia il suo lavoro era stimolante e interessante per uno studente giovane ma entusiasta.

Mi ci sono voluti circa trent'anni per superare gli incubi degli esami; la (autoimposta) pressione degli esami finali fu notevole, ma ottenni il massimo dei voti, sia pure senza la distinzione che avevo sperato. Tornai quindi negli Stati Uniti per la formazione post-laurea di cui un universitario di professione necessita. A quell'epoca (1960) non vi erano simili corsi nel Regno Unito. Si pensava che uno studente ben istruito potesse dedicarsi direttamente alla ricerca. Poiché tuttavia allora i corsi di laurea in economia comprendevano corsi di matematica ed econometria solo facoltativi e di livello relativamente basso, ciò significava che chi fosse entrato nella professione economica nel Regno Unito avrebbe portato con sé solo le capacità tecniche apprese in precedenza o in altri corsi; e io non ne avevo alcuna.

Scelsi di andare a Harvard. L'argomento sul quale volevo fare ricerca erano i cicli economici. Vi era incoerenza tra i *modelli* di tali ci-

cli, che predicavano periodi piuttosto lunghi di depressione-ristagno mentre il capitale in eccesso veniva liquidato lentamente e brevi boom - frenati dal limite di capacità -, e l'esperienza economica *reale*, secondo cui le depressioni erano (di solito) molto più brevi dei boom. In particolare desideravo lavorare con James Duesenberry, il cui lavoro su argomenti macroeconomici, soprattutto sulla funzione del consumo, era interessante.

Ma prima di tutto dovevo, e volevo, lavorare sulla matematica e l'econometria. La matematica comprendeva per la maggior parte equazioni alle differenze, ma non calcolo differenziale e integrale, e il tentativo di impararlo da solo (appena sposato, durante il viaggio in nave verso gli Stati Uniti - con grande fastidio da parte di mia moglie, che si lamentava di essere lasciata sola - e poi in un corso di matematica a Harvard) si rivelò largamente inutile. I corsi di econometria erano più comprensibili, e ci avvicinavano di più alla frontiera della professione. In quel periodo i tabulati delle IBM più recenti erano realizzati da una macchina per scrivere posta sopra la struttura principale del calcolatore; le leve della macchina si muovevano a comando elettronico, e sembrava davvero che vi fosse un fantasma a metterla in azione.

Tuttavia la maggior parte degli altri corsi copriva un campo già trattato a livello universitario pre-laurea a Cambridge (UK), poiché chi si specializzava in economia nelle università degli Stati Uniti seguiva meno corsi di economia rispetto a Cambridge.¹⁰ Comunque l'idea di impiegare altri due anni per ripetere cose già fatte era molto deprimente, e il preside della facoltà, Arthur Smithies, mi permise di accorpare i normali due anni di *master* in uno, cosa che riuscii a fare.

La ricerca cominciò l'autunno seguente - dopo l'unica vacanza estiva che mia moglie e io abbiamo mai avuto, viaggiando per la maggior parte delle coste del Nordamerica - e fu un'esperienza attraente. Vi fu un ostacolo iniziale. Avevo voluto provare a indagare sul perché l'economia statunitense si fosse ripresa tanto rapidamente dopo il collasso del 1907 e non fosse riuscita a riprendersi dopo il 1929. Tuttavia per svolgere correttamente tale esercizio occorrevo dati sul reddito nazionale che avessero una frequenza maggiore (trimestrale e mensile), e per l'episodio del 1906-1909, che costituiva il mio punto di partenza,

¹⁰ Questo *non* era il caso dei laureati di Oxford, dove il corso di PPE (Politica, Filosofia ed Economia) li poneva più o meno allo stesso livello dei loro colleghi statunitensi.

tali dati non erano disponibili. Vi erano invece molti dati ad alta frequenza sulla moneta e sull'attività bancaria. La questione dell'interazione tra le normali fluttuazioni finanziarie stagionali (in un sistema bancario privo di banca centrale) da un lato, e gli shock ciclici e di altro tipo dall'altro risultava piuttosto intricata e cruciale nella storia della crisi del 1907.¹¹ Inoltre gli studi precedenti avevano, credo, franteso molte cose. Andò tutto a gonfie vele. La mia tesi di PhD (1962) fu completata entro l'anno, nel giugno 1962, e di lì a poco seguirono un libro pubblicato nella serie degli Harvard Economic Studies (1969) e un articolo sul *Journal of Political Economy* (1965).

La vita di giovane sposo a Cambridge, Mass., era deliziosa, e avevo avuto la doppia nazionalità (statunitense-britannica) fin quando il servizio militare non mi aveva costretto a una scelta (1955); tuttavia col tempo ero diventato fondamentalmente inglese, e mia moglie lo era diventata ancora di più. Così, nel 1962 tornammo a Cambridge, UK, per una borsa come *fellow* al Trinity College e un posto di assistente nella facoltà. Avendo reinterpretato con successo (e con mia grande soddisfazione) la storia monetaria statunitense (1900-1914), utilizzando una base di dati ad alta frequenza, lo sviluppo più ovvio era provare a ripetere lo stesso gioco per il Regno Unito. Erano disponibili anche dati mensili sull'attività bancaria (sebbene per qualche aspetto pesantemente artefatti) nella forma di rapporti mensili delle grandi banche londinesi, che il cancelliere dello scacchiere, Goschen, aveva ordinato di raccogliere e di pubblicare a seguito della prima crisi della Baring nel 1890. Il problema era che in precedenza nessuno li aveva sistematicamente raccolti, controllati e analizzati. Così più della metà di un biennio (1963-64) fu dedicata interamente alla ricerca storica primaria, cioè alla raccolta, al controllo e all'accorpamento di tutti i dati mensili bancari e macroeconomici esistenti sotto forma di serie storiche utilizzabili. Fu un lavoro noioso. Una volta pubblicati tali dati in *The Business of Banking, 1892-1914* (1972), nessuno avrebbe dovuto più ripetere quell'esercizio.

¹¹ Avendo iniziato a occuparmi di economia monetaria dal punto di vista privilegiato dello storico, ero allora (1962) in gran parte all'oscuro dei fermenti teorici di Chicago. Fu per la mia competenza storica che Duesenberry mi mostrò il manoscritto (del capitolo 4) del grande libro di Friedman e Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Ed essendo stato nominato nella prefazione tra i commentatori (minori) da ringraziare, ebbi in seguito il privilegio di scrivere una delle prime recensioni di quel libro pubblicate nel Regno Unito (su *Economica*, 1964).

All'inizio degli anni '60 la facoltà di Cambridge fu coinvolta, con la corrente dominante statunitense, in questioni relative alla misurazione e definizione del capitale (ad esempio sul problema del ritorno delle tecniche) e alla teoria della crescita (si veda Harcourt 1972). Bob Solow venne in visita durante un suo anno sabbatico; lui e Joan Robinson erano soliti discutere animatamente. Il dibattito fu intellettualmente stimolante al principio, ma poi, con la ripetizione costante degli argomenti, divenne (ai miei occhi almeno) acrimonioso e sterile; da allora in poi nei confronti della teoria della crescita ho cordialmente provato avversione e sospetto.

Tuttavia, mentre riuscii a tenermi tranquillamente al di fuori delle principali liti accademiche di Cambridge, trovai più difficile evitare gli obblighi amministrativi. Per tradizione la Segreteria di Facoltà era un compito svolto per due anni da un docente giovane. Era (ed è) un lavoro odioso. Il preside di facoltà, Ken Berrill, mi fece credere che le mie possibilità di ottenere la conferma di ruolo dipendevano dall'accettazione di quel compito, e in un momento di debolezza acconsentii. Quando mi accorsi di aver sacrificato all'amministrazione della facoltà due anni di serio lavoro universitario (a Cambridge!) cercai il primo buon posto di lavoro altrove.

Nel 1964 un nuovo governo laburista (dopo 13 anni di malgoverno conservatore, come recitava lo slogan) era interessato a introdurre una programmazione indicativa (di stampo francese) per provare ad accelerare il tasso di crescita (comparativamente basso) del Regno Unito. A tal fine istituirono un nuovo ministero, il Dipartimento degli affari economici (DAE), retto da George Brown e con Sir Donald MacDougall come economista capo; il rapporto di tale ministero con il Tesoro, che continuò a controllare tutte le leve di gestione della domanda, tuttavia non fu mai chiaro. Necessitavano comunque di economisti, e lavorare al DAE, pur non nella mia area di ricerca, era preferibile ai compiti amministrativi che avevo a Cambridge.

Il "Piano Nazionale" nella fattispecie si dimostrò un non-evento, perché vi era un buco nero in corrispondenza della bilancia dei pagamenti, e il governo laburista non era preparato né a ricorrere alla svalutazione (fino al tardo 1967), come suggerivano (in privato) quasi tutti i suoi principali consiglieri economici, né a ritirarsi in un'economia di assedio con quote all'importazione e così via, come alcuni esponenti della sinistra auspicavano. Esso invece annaspò di crisi in crisi, come

è ben descritto in Cairncross (1996). Ciò difficilmente poteva favorire una politica di programmazione.

Fortunatamente non fui coinvolto nella più ampia discussione sulla politica macroeconomica. Piuttosto i piani, come quelli sulla crescita futura, di ognuno dei settori principali dovevano essere resi compatibili con il tasso di crescita assunto come obiettivo nel piano globale (4%). Così per ottenere tale compatibilità il DAE aveva bisogno di economisti che valutassero piani-previsioni-obiettivi settoriali e industriali. Lavorai sotto John Jukes, economista equilibrato e uomo simpatico, al settore energetico, per il quale era in preparazione un *Libro bianco*, e all'edilizia e alle costruzioni. Era un lavoro piuttosto interessante, ma non richiedeva molto sul piano intellettuale, e con il DAE e il Piano Nazionale che andavano chiaramente incontro a serie difficoltà, era tempo di tornare all'economia monetaria.

Dopo il pensionamento di Dennis Robertson, a Cambridge l'economia monetaria non era più una disciplina preminente. La London School of Economics ne aveva fatto invece un'area di specializzazione. All'ala più storico-istituzionale stavano Richard Sayers (una figura cruciale per il *Rapporto Radcliffe* del 1959), Leslie Pressnell e Roger Alford; mentre all'ala teorico-analitica vi era stato il passaggio di Alan Walters, seguito da Harry Johnson (che aveva una doppia cattedra Chicago-LSE), e inoltre vi erano molti, brillanti economisti monetari più giovani (tra cui Morris Perlman e Laurence Harris). Il seminario settimanale di Harry era l'evento fondamentale della LSE. Così fui felice di andare lì come insegnante (nel 1966), e di riprendere le tracce delle mie ricerche monetarie. Ciò comportò il tentativo di completare il lavoro sul sistema bancario britannico precedente al 1914 (ma nel 1968 doveti terminare prematuramente il lavoro sul funzionamento del *gold standard*, quando mi trasferii alla Banca d'Inghilterra), insieme a molti altri (nuovi) esercizi di ricerca, tra i quali ne spiccano due. Il primo era uno studio sulla politica monetaria corrente del Regno Unito, commissionato da Holbik della Federal Reserve Bank of Boston per lo studio comparativo *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*. Questo lavoro fu completato nel 1967, ma Holbik fu tanto inefficiente nel mettere pressione ai coautori che non fu pubblicato fino al 1973, quando ormai, con mio fastidio, necessitava di un "poscritto". Per il secondo lavoro scrissi, credo, il primo serio articolo empirico nel campo dell'"economia politica" che effettuasse una regressione tra la popolarità politica, misurata dai sondaggi Gallup, e una serie di varia-

bili cicliche macroeconomiche (come inflazione e disoccupazione) e politiche ("Political economy", con R.J. Bhansali, *Political Studies*, 1970).

Rispetto alle condizioni di vita ariose e indulgenti di Cambridge, la LSE era (e resta) un bassofondo cittadino, sebbene gli abitanti abbiano una vibrante vita intellettuale. Nel 1968 le condizioni alla LSE peggiorarono rapidamente quando gli studenti furono infettati dalla contagiosa epidemia di rivolta che si era propagata da Berkeley, via Parigi, alla LSE. Nella sessione invernale del 1968 l'atmosfera alla LSE era istericamente febbrile, certo non favorevole ad alcun tipo di attività universitaria civilizzata. Così fui felice di ricevere un invito dalla Banca d'Inghilterra a unirmi a loro per un incarico temporaneo di due anni.

4. La Banca d'Inghilterra e la formazione della politica monetaria

4.1. *La battaglia delle idee: monetaristi e keynesiani*

La Banca aveva avviato nei primi anni '60 una politica di inviti per incarichi biennali rivolti a giovani economisti monetari. Quando vi arrivai, i miei immediati predecessori erano stati Roger Alford, Tony Cramp e Brian Reading. Quando mi insediai scoprii di essere effettivamente la sola persona, lì, che fosse ragionevolmente esperta degli sviluppi più recenti nella teoria monetaria, specialmente su quanto andavano sostenendo i monetaristi (guidati da Milton Friedman).

In precedenza la Banca aveva reclutato due economisti con una certa esperienza di economia monetaria, Kit McMahon, specializzato in economia monetaria internazionale, e John Fforde, che aveva scritto un libro sulla storia e sul funzionamento della Fed (Fforde 1954), ma questi ricoprivano ora posizioni di rilievo, rispettivamente sui versanti internazionale e interno della politica monetaria, e non avevano il tempo (o forse l'interesse) di inoltrarsi nei dettagli del dibattito accademico. Il direttore esecutivo responsabile dell'economia nella Banca era Maurice Allen, che era acuto ma eccentrico, e sebbene la sua esperienza e la sua sensibilità negli affari monetari fossero eccellenti, la sua istruzione formale risaliva a molti decenni addietro. Allo stesso tempo il capo del Dipartimento di ricerche economiche, Michael

Tornton, era uomo di grande fascino e capacità, ma non era un economista di professione, e il suo economista capo, Leslie Dicks-Mireaux, era specializzato in problemi di macroeconomia generale e di mercato del lavoro.

I lettori possono trovare strano, come lo trovai io, che allora la Banca non avesse al suo interno esperti di teoria monetaria, ma ciò era sintomatico dell'atteggiamento della Banca in quel periodo. In generale gli economisti della Banca apprezzavano e avallavano l'analisi economica keynesiana, nella forma che aveva preso nel *Rapporto Radcliffe*. Il requisito fondamentale per la stabilità interna era, a loro parere, una politica fiscale appropriata, magari sostenuta in periodi di crisi da una politica dei redditi di qualche tipo. Senza una buona politica fiscale, asserivano, la sola politica monetaria (almeno nei limiti delle misure praticabili) non sarebbe stata in grado di arginare la marea; le variazioni dei tassi d'interesse si sarebbero potute utilizzare in via temporanea per contrastare la speculazione e per proteggere la bilancia dei pagamenti, ma per mantenere in equilibrio il sistema economico il requisito essenziale era la gestione della politica fiscale. Il saggio *The Operation of Monetary Policy since the Radcliffe Report* (Bank of England 1969a), in larga misura frutto di Kit McMahon, fornisce un quadro molto fedele degli atteggiamenti del tempo.¹² A volte era come se la Banca considerasse la sua consulenza (privata) al cancelliere in tema di politiche fiscali come il suo contributo principale alla politica macroeconomica.¹³

Ma da quando ero arrivato, la visione Radcliffe-keynesiana del ruolo e delle funzioni della politica monetaria era sotto attacco. La svalutazione del 1967, sulla quale il governo esitò a lungo, nel 1968 non sembrò funzionare con successo nel miglioramento della bilancia

¹² Questo lavoro, con la maggior parte delle altre pubblicazioni cruciali emesse dalla Banca, è stato raccolto in *Bank of England* (1984).

¹³ Sebbene la maggior parte dell'analisi economica formale fosse Radcliffe-keynesiana, tra gli operatori monetari sul mercato interno della Banca rimaneva qualche residuo sentimento viscerale di tipo monetarista. Essi odiavano l'applicazione dei massimali di credito, che ritenevano invadenti, inefficienti, ingombranti e in definitiva inefficaci; pertanto erano molto più disposti a concedere maggiori possibilità alle fluttuazioni (anche violente) dei tassi d'interesse come strumento di controllo monetario interno. Inoltre, ritengo che la preoccupazione degli operatori monetari interni alla Banca nel provare a mantenere la fiducia e le buone condizioni sul mercato dei titoli di stato fosse fondata in ultima analisi sul timore di dover inondare il paese di moneta addizionale, o di attività quasi-moneta, qualora il mercato dei titoli di stato avesse dovuto scioperare.

commerciale. Ricominciò la speculazione contro la sterlina e venne chiamato in aiuto il FMI. Sotto l'influenza di Jacques Polak e di Marcus Flemming, il FMI aveva sviluppato un approccio monetarista internazionale e imputava in parte i problemi del Regno Unito a una posizione monetaria indebitamente permissiva.

Il loro (del FMI) approccio nei confronti di un paese in difficoltà di bilancia dei pagamenti era quindi grosso modo il seguente: discutere, e accordarsi, con il paese coinvolto su obiettivi futuri pianificati in tema di produzione, di prezzi, di bilancia commerciale, del più ampio contesto di politica fiscale, e di tassi d'interesse; di qui derivare una stima dei redditi nominali futuri compatibile con un'auspicata ripresa della bilancia commerciale (e fiscale); inserire poi quelle stime dei redditi nominali (e dei tassi d'interesse) in una funzione di domanda di moneta. Dato il contributo esterno atteso (previsto) all'espansione monetaria, quel calcolo della domanda di moneta porta direttamente a un valore dell'espansione del credito interno (ECI) compatibile con il raggiungimento della previsione concordata. Soggette a un certo margine di errore, quelle previsioni (trimestrali) dell'ECI diventano poi i livelli massimi imposti dal FMI, che il paese in deficit deve raggiungere per ricevere dal Fondo ulteriori rate del prestito. L'idea era chiara: ogni espansione interna imprevista avrebbe accresciuto i redditi nominali e (attraverso la funzione della domanda di moneta) avrebbe aumentato l'ECI, che quindi avrebbe dovuto essere ridimensionata mediante provvedimenti deflazionistici (fiscali, sui tassi d'interesse, di vendita di titoli del debito pubblico, di massimali sul credito); solo se fosse derivato da afflussi (inaspettatamente grandi) dall'estero - cioè da un valore maggiore del previsto di una componente monetaria esterna - l'impulso espansionistico avrebbe potuto essere accettato senza reazioni.

Molto di tutto ciò risultava nuovo agli economisti britannici, soprattutto il ruolo centrale di una funzione di domanda di moneta (assunta come prevedibile), e risultava indigesto a molti - si ricordi che il *Rapporto Radcliffe* aveva negato la stabilità, e perfino l'utilità come concetto, della velocità. Pertanto il mio primo compito nella Banca fu di provare a spiegare il concetto e il ruolo dell'ECI sia all'interno sia all'esterno della Banca.¹⁴ In realtà dovetti fare di più. Per salvaguardare l'amor proprio britannico vi doveva essere una

¹⁴ Fui il principale autore di *Bank of England* (1969b).

qualche parvenza che questa meravigliosa novità l'avessimo escogitata noi, nel Regno Unito, piuttosto che subirla dal FMI a causa della nostra debolezza.

Comunque io mi ero già trovato una nicchia nella Banca,¹⁵ che consisteva nel provare a spiegare internamente quanto sostenuto dagli economisti (monetaristi) all'esterno, e allo stesso tempo provare a spiegare a quegli stessi economisti quale fosse il punto di vista della Banca. Ciò fece sì che all'interno della Banca (e forse del Tesoro) fossi considerato quasi come il residente monetarista, e che dai monetaristi esterni, soprattutto alle Conferenze di Costanza organizzate da Karl Brunner e da Allan Meltzer, fossi visto come un "keynesiano impenitente".

Era ovvio che una, forse *la*, differenza fondamentale tra i monetaristi e lo schieramento Radcliffe verteva sulla questione della prevedibilità della domanda di moneta (sebbene questo non valesse molto per i neokeynesiani statunitensi guidati da James Tobin). Così la Banca mi affidò poi il compito di verificare tale prevedibilità sul piano empirico per il Regno Unito, sotto la supervisione di McMahon e Dicks-Mireaux, e con l'assistenza di Andrew Crockett. Ciò si tradusse nell'articolo "The importance of money", apparso sul *Quarterly Bulletin* (1970) insieme all'articolo di Andrew Crockett (1970) sulla questione se la moneta fosse un indicatore anticipatore dei movimenti successivi di produzione e prezzi.

I risultati suggerirono l'esistenza di una relazione econometricamente piuttosto stabile, sia per la definizione più ampia di moneta (£M3), che comprende i depositi fruttiferi e quelli non fruttiferi, sia per la definizione ristretta M1. Nella valutazione delle condizioni monetarie si preferì utilizzare come misura principale £M3, in gran parte perché i suoi movimenti potevano essere analizzati in termini delle controparti di credito (e di ECI).

Dal 1939 le principali banche del Regno Unito affiliate alla stanza di compensazione erano state soggette più o meno continuamente a controlli diretti sul credito, e la Banca d'Inghilterra, in particolare nella persona di John Fforde, riteneva giustamente che tali vincoli fossero sempre più deleteri per l'efficienza del sistema e che, con la disin-

¹⁵ L'importanza di tale nicchia, e l'interesse e la soddisfazione che mi provenivano dal lavoro, mi spinsero a passare da una posizione di distacco temporaneo a una posizione a tempo pieno in qualità di consigliere.

termediazione, diventassero nel tempo sempre più inefficaci. La Banca utilizzò il mio lavoro per argomentare contro il mantenimento di simili controlli. Se la funzione della domanda di moneta era stabile e vi era un coefficiente significativamente negativo per i tassi d'interesse, per mantenere la stabilità monetaria si poteva fare affidamento sugli aggiustamenti del tasso d'interesse - e non si rendevano necessari controlli diretti sul credito.

Il Tesoro, allora retto da Sir Douglas Allen, era cauto, e preoccupato dalla probabilità di un'esplosione del credito qualora si fossero eliminati i controlli. Ma dopo ampie discussioni,¹⁶ svoltesi soprattutto nel 1970, cedette, e apparve *Competition and Credit Control* (Bank of England 1971), giusto in tempo per il boom del 1972-73 e la successiva contrazione.

Nel 1972-73, comunque, i prestiti bancari e la £M3 accelerarono molto rapidamente, molto più velocemente di quanto fosse compatibile con i valori precedenti e correnti dei redditi nominali e dei tassi d'interesse, che erano aumentati a un ritmo del 13% nell'autunno del 1973. La "mia" funzione della domanda di moneta crollò nel giro di un paio d'anni! Cosa era andato storto? Una politica monetaria indebitamente lassista - cioè uno shock dal lato dell'offerta - dissero i critici. La mia opinione è che gran parte della spiegazione sia da ricercare nel cambiamento di regime volto a incoraggiare le banche a competere tra loro offrendo passività molto più attraenti, soprattutto certificati di deposito, con tassi d'interesse legati al mercato monetario molto più competitivi. In effetti l'atmosfera di quel periodo, caratterizzata da un boom e da una rapida espansione, portò le banche a competere così accanitamente per le quote di mercato da indurle ad accrescere i tassi d'interesse sui grandi depositi, rispetto ai tassi sui prestiti, al punto di rendere profittevole un arbitraggio di tipo *round-tripping*, per cui alcuni mutuatari ben piazzati prendevano a prestito solo per reinvestire in simili depositi bancari.

¹⁶ Io fui coinvolto nella maggior parte delle discussioni, ma il vero lavoro fu fatto dal lato della Finanza Interna, in primo luogo da John Fforde, il direttore esecutivo, e da John Page, il cassiere capo, con l'assistenza di Andrew Crockett. Andrew preparò la bozza dell'articolo che arrivò al Tesoro nel 1971, e che seguiva il rapporto interno di Fforde al Governatore Leslie O'Brien della fine del 1970. *Competition and Credit Control* (Bank of England 1971 e 1984, cap. 2), nella forma in cui venne pubblicato, fu scritto principalmente da John Page.

Nel frattempo, tuttavia, la funzione della domanda di moneta per M1 rimaneva stabile e regolare, e quando i tassi d'interesse crebbero nel 1973 la crescita di M1 si ridusse. Ciò che risultava curioso in quegli anni turbolenti (1972-74) era che le funzioni di domanda di moneta precedentemente stimate (come quella di Goldfeld del 1973 per gli Stati Uniti) funzionavano generalmente male nella maggior parte dei paesi sviluppati, ma quasi sempre a fallire empiricamente era la funzione di quella definizione di moneta scelta come indicatore monetario preferito dalla banca centrale. Quando nel 1975 la Reserve Bank of Australia mi invitò a una conferenza insieme a Jim Tobin e Dick Cooper, utilizzai tale osservazione (si veda Goodhart 1984, p. 96) come base per una scherzosa nota a piè pagina sulla "legge di Goodhart", cioè che «ogni volta che un governo tenta a fini di controllo di affidarsi a una regolarità statistica osservata precedentemente, quella regolarità viene meno». Per la stampa britannica e per il pubblico quella battuta, isolata e dotata di una vita propria, è l'unico aspetto memorabile del mio lavoro! Sebbene tale "legge" abbia un suo serio lato analitico (si pensi alla critica di Lucas), sembra piuttosto strano vedere la propria reputazione fondata in gran parte su una nota di secondaria importanza.

Comunque, che i dati della £M3 fossero o meno artificialmente gonfiati, è impossibile negare che nel Regno Unito nel 1972-73 il boom, e soprattutto la bolla dei prezzi degli alloggi e delle proprietà, sfuggirono di mano. Vista *ex post*, la politica fu di gran lunga troppo debole. Anche se nel 1972-73 la funzione di domanda di moneta fallì, il fatto che la spinta (1972-73) e il successivo rallentamento della crescita della £M3 abbiano preceduto la spinta e il rallentamento dell'inflazione, portò praticamente tutti i monetaristi britannici e la maggior parte dei commentatori nel paese, a rafforzare le proprie convinzioni che la £M3 fosse l'aggregato monetario fondamentale.¹⁷

Nel 1973 il primo ministro Ted Heath aveva cercato di ricorrere alla politica dei redditi per mantenere in linea l'inflazione. Una crescita dei tassi d'interesse (per gli uomini d'affari un costo), mentre si tentava di mantenere fissi i prezzi, costituiva un ovvio problema. Così, verso la fine del 1973¹⁸ alla Banca fu comunicato l'ordine di ridurre la

¹⁷ Si veda Walters (1986, cap. 6).

¹⁸ Dalla fine del 1972 all'autunno del 1973 avevo preso commiato dalla Banca per scrivere il mio testo principale, *Money, Information and Uncertainty*. Mi reputavo

continua e rapida crescita dell'aggregato monetario *senza* ulteriori aumenti dei tassi d'interesse. Ciò poteva significare solo il ricorso ancora una volta ai controlli diretti sul credito. John Fforde mi chiese di esporre nei dettagli le possibili scelte, e io scrissi una nota stabilendo che avremmo potuto porre un limite o al livello o all'incremento marginale dei prestiti o dei depositi. L'opzione che John Fforde e io preferimmo fu il limite all'incremento marginale dei depositi *fruttiferi*. Ai depositi infruttiferi non poteva applicarsi alcun limite in quanto le banche non potevano rifiutarli. Ma potevano scoraggiare ulteriori depositi fruttiferi tagliando il tasso d'interesse offerto. Poiché gran parte della crescita precedente della £M3 era stata generata da una concorrenza "eccessiva" tra le banche nell'offrire tassi d'interesse sempre più attraenti, la pena sembrava adeguata al delitto. Inoltre le banche difficilmente avrebbero potuto rumoreggiare troppo contro una misura volta ad accrescere il divario tra i tassi sui prestiti e sui depositi. In più, e per alcuni fu l'argomento decisivo, il "busto" (come il mio collega Gilbert Wood battezzò il piano) era sufficientemente diverso da, e alquanto più complesso di, semplici controlli diretti sui prestiti bancari al settore privato. Così la sua imposizione non apparve come un misero ritorno allo *status quo ante* del *Competition and Credit Control*. Infatti inizialmente la sua imposizione funzionò piuttosto bene; la bolla della £M3 scoppiò e la sua crescita si ridusse rapidamente.

Nel 1973 vi furono varie bolle nell'economia britannica, incluso un boom nei prezzi degli alloggi e delle proprietà immobiliari. Tali bolle scoppiarono sul finire del 1973, portando alla crisi delle banche meno forti e a un piano di soccorso nel quale non fui coinvolto. In effetti la contrazione del 1974-75, aggravata dalla pressione fiscale imposta dal nuovo governo laburista al settore delle imprese, diede luogo a un periodo di relativa calma sul fronte della politica monetaria. Ritengo inoltre che la storia confermerà come la crisi esterna e l'attacco speculativo contro la sterlina del 1976 non fossero strettamente connessi alla gestione della politica monetaria interna.

ormai in condizioni migliori di quanto sarei mai stato per combinare elementi teorici e di politica pratica. Poiché in quel periodo i prezzi della carta e della polpa di legno stavano crescendo molto rapidamente, il mio editore, Macmillan, era incerto sul prezzo; così rinviò la pubblicazione fino al 1975, e usò caratteri piccoli. Non ne fui affatto contento.

Il principale argomento d'interesse nel mio campo aveva invece natura analitica. A seguito del crollo del sistema di Bretton Woods e della turbolenta e infelice esperienza del 1972-74, i monetaristi sostenevano che gli obiettivi monetari interni avrebbero dovuto diventare il nucleo centrale regolatore della politica monetaria. Sebbene non condividessero l'intera panoplia della teoria monetarista, né la rigidità delle regole e l'utilizzo del controllo della base monetaria come meccanismo operativo, varie banche centrali di ogni parte del mondo, dalla Bundesbank nel 1974 alla Fed nel 1975, tendevano a descriversi come "monetaristi pragmatici", e a rendere pubbliche bande monetarie come linee guida generali e indicatori rispetto ai quali giudicare la gestione della politica monetaria (si veda Goodhart 1989).

I giudizi nel Regno Unito erano contrastanti. I consiglieri del nuovo capo dell'opposizione conservatrice, la signora Thatcher, cioè Gordon Pepper e Brian Griffiths, erano decisamente favorevoli agli obiettivi monetari. Molti dei consiglieri keynesiani e i consiglieri più schierati a sinistra del governo laburista vi si opponevano con veemenza. Nel frattempo il nuovo (giugno 1973) Governatore della Banca d'Inghilterra, Gordon Richardson, ascoltava i suoi colleghi delle altre banche centrali, in particolare forse il Governatore canadese Bouey, nei suoi periodici incontri a Basilea. Ma anche all'interno della Banca vi erano punti di vista differenti. L'esperienza del fallimento della funzione di domanda di moneta della £M3 mi aveva reso restio a sostenere l'accettazione di regole rigide secondo le quali guidare la politica monetaria esclusivamente sulla base di un obiettivo monetario quantificato; tuttavia apprezzavo i benefici di una previsione quantificata indicativa di come gli aggregati monetari si sarebbero potuti sviluppare compatibilmente con gli obiettivi del governo in tema di crescita dei redditi nominali.

Christopher Doe arrivò alla Banca dall'OCSE più o meno quando Richardson ne assunse il controllo, e divenne direttore esecutivo ed economista capo quando nell'ottobre del 1972 Kit McMahon abbandonò tale posizione per diventare direttore estero.¹⁹ Credo che il Governatore attribuisse a Christopher il compito di metterlo in guardia ogni volta che la Banca si fosse mossa in modo da urtare la sensibi-

¹⁹ Il suo predecessore nella carica di direttore estero, Jeremy Morse, lasciò per assumere, nel Comitato dei Venti, l'ingrato compito di provare a ricostituire il sistema dei tassi di cambio internazionali di Bretton Woods, allora in crisi, prendendo presso di sé come assistente personale il giovane Eddie George.

lità del governo laburista e della sinistra. In ogni caso Christopher era molto più sospettoso e scettico di me sull'opportunità degli obiettivi monetari. Le dichiarazioni del Governatore e della Banca al riguardo, come la conferenza Mais del Governatore (Richardson 1978), seguivano di solito un lungo processo di stesure successive, in parte, ma solo in parte, per riconciliare i differenti punti di vista analitici di Christopher e mio.

Come al solito furono gli eventi a decidere, e le pressioni derivanti dalla crisi della sterlina del 1976 portarono alla pubblicazione (da parte del governo) di obiettivi monetari quantificati, in via prima normativa e poi positiva; venne nuovamente imposto il "busto" (come al solito con i controlli diretti sul credito), sebbene il sistema bancario fosse ormai più preparato alla disintermediazione attraverso la "fuga di cambiali", una tecnica i cui dettagli non mette conto di riportare qui.

In pratica le misure politiche restrittive (soprattutto di natura fiscale) varate nel 1976, ancora una volta sotto la tutela del FMI, rallentarono il sistema economico meno del previsto, soprattutto meno di quanto avessero temuto gli esponenti più isterici del partito laburista. Il periodo 1977-79 fu di nuovo di relativa calma per la politica monetaria interna,²⁰ anche perché i rapporti tra il Governatore e il cancelliere Denis Healey erano allora particolarmente stretti.

Come si è detto in precedenza, la nuova dirigenza conservatrice, impersonata dalla signora Thatcher e da Keith Joseph, aveva sposato molti dei principi del monetarismo. Un aspetto del monetarismo che ritengo impraticabile in un sistema monetario e bancario come quello britannico del tempo è il controllo della base monetaria.²¹ Mi sembra quindi opportuno far conoscere tali argomenti al pubblico prima che potessero essere visti come contrari alle posizioni dichiarate del nuovo governo conservatore. Ciò fu fatto in un articolo, scritto insieme a Michael Foot e Tony Hotson e apparso sul *Quarterly Bulletin* nel 1979.

Come ci si attendeva, il partito conservatore vinse le elezioni del 1979, e poco dopo riaffermò un obiettivo per la moneta £M3, obietti-

²⁰ Nel 1977 la disputa principale verteva sul fatto se si dovessero manovrare i tassi d'interesse per controllare il tasso di cambio (cioè per tenerlo al livello basso e competitivo stabilito nel 1976) o gli aggregati monetari interni (e dunque l'inflazione), o per difendere qualche combinazione dei due.

²¹ In seguito ho scritto più volte su tale argomento, soprattutto nel 1994 e in 1995a.

vo che divenne poi il cuore della sua strategia finanziaria di medio periodo (H. M. Treasury 1980); il migliore resoconto analitico di tale strategia è il discorso a Zurigo dell'allora Segretario finanziario del Tesoro Nigel Lawson (1981). Il nuovo governo fu avvertito dalla Banca, e non ultimo da me, che la presunta stabilità della relazione tra la £M3 e i redditi nominali non era sufficientemente affidabile per il peso addossatole. Nonostante ciò, per far apparire seria e credibile la loro nuova politica, vennero promulgati obiettivi specifici quantificati della £M3, senza alcun *caveat*.

Sin dall'inizio le circostanze imposero una grande pressione sugli obiettivi monetari. Il secondo shock petrolifero causò un rapido aumento nei costi di produzione; il nuovo governo si era sentito in dovere di permettere, senza contrastarlo, un aumento negoziato nelle paghe del settore pubblico; il cancelliere aveva annunciato uno spostamento rilevante dall'imposizione diretta sul reddito all'Iva, portandola dall'8 al 15% nel suo primo bilancio del giugno 1979. Tutto ciò comportò una rapida crescita dei prezzi nel 1979-80. Allo stesso tempo, tuttavia, la nuova posizione del Regno Unito come prossimo grande esportatore di petrolio, la fiducia nelle politiche della Thatcher e l'irrigidimento della politica monetaria con la crescita del tasso d'interesse esercitavano una pressione al rialzo molto forte sul tasso di cambio nominale britannico. Così i tassi di cambio reali esplodono e la competitività del settore dei beni scambiabili, essenzialmente manufatti, veniva fortemente colpita.

Mentre questa congiuntura suscitava costernazione in molti economisti (valga come esempio la famosa lettera inviata da 364 economisti al *Times*, pubblicata il 31 marzo 1981), l'andamento della crescita monetaria si collocava al limite superiore dell'intervallo preso come obiettivo. Presto sarebbe andato oltre il limite in circostanze difficili.

I controlli sui cambi erano stati sommariamente aboliti nell'ottobre 1979 senza alcun effetto negativo (data la contemporanea, brusca pressione al rialzo della sterlina). Ma una volta lasciati cadere i controlli sui cambi, era quasi impossibile, o irragionevole, continuare con i controlli diretti sull'espansione bancaria interna, in quanto ora questi potevano essere aggirati con una semplice disintermediazione all'estero. Il "busto" era ancora in vigore, ma per questi motivi sarebbe stato rimosso nell'estate del 1980.

La difficoltà stava nel prevedere le dimensioni della disintermediazione che si era creata nel frattempo e che ora, dopo la rimozione

del "busto", avrebbe potuto tornare e tradursi in un'inondazione di depositi bancari e di £M3. Nella Banca i miei colleghi e io effettuammo una previsione approssimativa, indicando per il mese di giugno 1980 un aumento di un po' più del 2% nella £M3, in quanto i dati sarebbero stati disponibili solo verso la fine di luglio. Ciò sarebbe stato abbastanza allarmante in sé per raggiungere l'obiettivo. In realtà l'aumento in quel mese fu di quasi il 5%, più del doppio della nostra previsione. Ma un balzo del genere, una volta pubblicato, avrebbe reso insensato, ridicolo, il fulcro monetario stabilito poco prima (con grandi squilli di fanfara) per la strategia finanziaria di medio periodo, cioè l'obiettivo per la £M3. Vi era urgente necessità (agli occhi della Banca) di una quieta diplomazia. Non ve ne fu a sufficienza. Era l'inizio del periodo di vacanza, e quasi tutte le *dramatis personae*, principali erano in ferie. La Thatcher era in vacanza in Svizzera, e lì discusse il rialzo dell'offerta di moneta con alcuni esperti monetaristi del luogo, prima che la Banca avesse avuto la possibilità di parlarne con lei. Comunque ella tornò con il dubbio che la Banca fosse stupida o disonesta; la Banca era concitata veramente bene.

Noi della Banca dovevamo spiegare a intervalli regolari perché eravamo così inefficaci nel rallentare la crescita monetaria, ed eravamo regolarmente fustigati per la nostra inadeguatezza. A suo onore, la Thatcher non considerò mai l'idea di tornare ai controlli diretti. Quando sottolineavamo come ogni metodo che lasciasse al mercato il compito di rallentare la crescita monetaria avrebbe comportato ulteriori aumenti nei tassi d'interesse, il tono delle discussioni cambiava bruscamente. Di fatto, l'esplosione di £M3 e la sua successiva, rapida crescita nel resto dei primi anni '80 non fu accompagnata, o seguita, da una pari ascesa dei redditi nominali; in effetti la tendenza al rialzo della velocità della £M3 si interruppe precisamente nel 1979, sebbene, di certo, nei primi anni '80 noi non lo sapevamo, e per qualche anno aspettammo ansiosamente che l'*overhang* dell'eccesso dei saldi monetari si traducesse in spesa, come aveva fatto (o almeno così si riteneva) nel 1973-74.

Al contrario, l'alto livello dei tassi d'interesse e soprattutto dei tassi di cambio reali e una sempre più rigida determinazione a fronteggiare i sindacati stavano riducendo l'inflazione più o meno esattamente al tasso da sempre auspicato dal governo.²² Con il prodotto rea-

²² Lawson (1992, p. 72).

le che attraversava una breve ma ripida deflazione, ben difficilmente il momento richiedeva di accrescere ulteriormente i tassi d'interesse, anche dal punto di vista del monetarismo più puro. Crescevano inoltre i dubbi su cosa effettivamente tale purezza monetarista comportasse. Milton Friedman aveva criticato la scelta dell'obiettivo nel Regno Unito.²³ Fatto ancora più importante, Alan Walters tornò nel Regno Unito come consigliere della Thatcher, e incoraggiò Jurg Niehans a effettuare uno studio (1981) sulla politica monetaria britannica. La loro opinione era che gli aggregati monetari ristretti fossero una guida migliore per la politica rispetto alla definizione più ampia e che in base a tali standard la politica monetaria tra il 1979 e il 1980 era stata, semmai, troppo rigida e non troppo permissiva!²⁴ Alan e la Banca concordavano con tali conclusioni.

Di fronte a questo quadro il governo e la Banca ripiegarono su una pluralità di aggregati-obiettivo, ampi e ristretti. Essendo tuttavia diventata palesemente inaffidabile la relazione tra la scelta originale rappresentata dalla EM3 e i redditi nominali, e data l'incertezza su quale fosse comunque l'aggregato più adatto da prendere come obiettivo, l'iniziale fiducia del governo verso tale approccio stava declinando velocemente. Ciò si accordava con, ed era rafforzato da, i problemi analoghi che la Fed stava incontrando nel farsi guidare dalla M1, seguendo il metodo operativo di controllo della base monetaria non mutuata. Come osservò spiritosamente il Governatore della Banca del Canada John Crow, «noi non abbiamo abbandonato gli aggregati monetari; sono loro ad averci abbandonato». Ciò mise Nigel Lawson, che divenne cancelliere nel 1983, davanti al problema di trovare punti di riferimento alternativi per guidare la politica monetaria verso la stabilità dei prezzi. Tuttavia il suo successivo tentativo di trovare tale ancoraggio in un legame con il marco tedesco e la Bundesbank, attraverso gli accordi europei di cambio, contro la volontà della Thatcher (e di Sir Alan Walters) è un'altra storia, già raccontata più volte e svoltasi quasi interamente dopo che io ebbi lasciato la Banca.

Come ho già accennato, credo che i consiglieri economici personali della Thatcher (come Griffiths, Pepper e in misura minore

²³ Testimonianza al Select Committee, si veda Treasury and Civil Service Committee (1981).

²⁴ Thatcher (1993, p. 125); Walters (1986, capp. 6 e 8).

Walters)²⁵ fossero tutti decisamente favorevoli a provare a spostarsi operativamente verso un sistema di controllo della base monetaria. La Banca d'Inghilterra, le banche e la City (e di certo io) guardavamo tuttavia alla proposta con orrore. Per quanto ricordi, il Tesoro provò a tenersi lontano da tale discussione. I dettagli della questione erano tuttavia piuttosto arcani, ed essa non ebbe tanta risonanza presso la Thatcher e Keith Joseph quanta ne avevano avuto gli obiettivi monetari e la strategia finanziaria di medio periodo. Così l'ebbero vinta i difensori dello *status quo*, come ho descritto più approfonditamente altrove (1989). Alla dichiarazione di una tregua si arrivò con la pubblicazione nell'agosto 1981, da parte della Banca d'Inghilterra, di nuovi piani di controllo monetario (Bank of England 1981), che di fatto mantenevano inalterato il *modus operandi* di fondo della Banca.

4.2. Gli sviluppi strutturali nella Banca e l'utilizzo degli economisti

Quando arrivai alla Banca si era soliti prestare rispetto a ora un'attenzione relativamente maggiore all'analisi delle vicende economiche estere, e relativamente minore all'analisi di quelle interne, con gli economisti suddivisi tra il Dipartimento dell'informazione economica (DIE, responsabile anche delle statistiche finanziarie, comprese le tecniche di aggiustamento stagionale, e del *Quarterly Bulletin*) e il Dipartimento estero. Io stavo al DIE. Il nostro lavoro riguardava la previsione, l'analisi e la simulazione delle politiche sui consumi interni, e la pubblicazione dei relativi commenti, soprattutto sul *Quarterly Bulletin*.

Una questione che continuò a protrarsi per tutto il tempo che rimasi alla Banca fu se per le previsioni e le simulazioni avremmo dovuto avere un nostro modello, o avremmo dovuto affidarci al lavoro del Tesoro. Una preoccupazione fondamentale era che, se la Banca avesse pubblicato proiezioni proprie, la stampa si sarebbe concentrata sulle differenze, ancorché minime, tra il quadro previsionale del governo e quello della Banca. Così le discussioni con il cancelliere e il Tesoro si tennero quasi sempre sulla base del loro (del Tesoro) insieme di cifre compatibili previste - sebbene la Banca contribuisse alle (e discutesse aspetti delle) previsioni del Tesoro, soprattutto sul piano finanziario.

²⁵ Walters (1986, pp. 123-24 e 147).

Gli economisti del Tesoro non solo avevano il vantaggio di giocare sul proprio terreno per quanto riguardava le previsioni, ma avevano anche accesso immediato al cancelliere e ai ministri del Tesoro. Così, ogni volta che tra il Tesoro (e i suoi economisti) e la Banca (e il suo organico) nasceva una discussione su argomenti di pura analisi economica, con tutta probabilità ne risultava vincitore il Tesoro. Non sorprende pertanto che la carta principale a disposizione della Banca fosse solitamente la sua esperienza pratica delle risposte del mercato. «Devo avvertirLa, signor cancelliere, che qualunque cosa gli accademici possano dichiarare, i mercati non saranno contenti della politica X». Con la sterlina endemicamente debole e con un fabbisogno finanziario sconvenientemente elevato, i cancellieri venivano spesso spaventati da tali ammonimenti.

La Banca riteneva che il suo principale punto di forza consistesse «nell'essere una banca, non un gruppo di studio».²⁶ Gli economisti si rendevano necessari come potenziale contrappeso alle analisi economiche formulate altrove, per esprimere le opinioni e le politiche della Banca sotto una luce accademicamente accettabile (un lavoro di pubbliche relazioni) e per curare le previsioni. Quando mi unii a loro per la prima volta, gli economisti non erano i benvenuti nei campi operativi della Banca. Nel caso dei mercati monetari (e, in misura leggermente inferiore, dei mercati dei titoli di stato), durante la mia permanenza alla Banca il divario tra consulenza accademico-analitica e decisioni operative si assottigliò notevolmente. Ciò anche perché ci si rendeva conto del fatto che i dirigenti di primo piano della Banca avevano bisogno di combinare le competenze nell'economia macro-monetaria con i comandi pratico-tecnici nelle attività operative.²⁷ L'abilità tecnica proveniva in parte da predisposizione individuale, buon senso, imperturbabilità, e così via, e in parte dalla pratica sul posto di lavoro; ma la disciplina economica richiedeva una formazione professionale all'università. Pertanto la politica di reclutamento della Banca si indirizzò volutamente verso giovani economisti di talento.

²⁶ Non sono sicuro su chi sia stato il primo a pronunciarsi così. Alcuni ritengono Montagu Norman; in ogni caso la frase è stata ripetuta di frequente.

²⁷ Nei miei primi anni alla Banca mi fu chiesto una o due volte se volevo spostarmi dal posto di consulenza di politica economica a un posto operativo. Sebbene fosse implicito, ma non sicuro, che tale passaggio era un prerequisito per un'eventuale promozione a un posto di vertice, sentii sempre che il mio vantaggio relativo stava nel mantenermi nei limiti delle mie capacità accademiche, e rifiutai.

Di solito quelli più ambiziosi (come Andrew Crockett, Lionel Price, Michael Foot, Tony Hotson, Bill Allen e molti altri), passavano dapprima per la mia Sezione di previsione e analisi monetaria per poi trasferirsi alla gestione del mercato nel successivo stadio (operativo) della loro carriera nella Banca. Con il passare del tempo l'intreccio analitico e individuale tra analisi economica e operazioni di mercato diventò più forte.

Nel periodo della mia permanenza alla Banca diverso fu il caso dell'attività di supervisione-regolamentazione, ma ciò era dovuto al fatto che, come dirò in seguito, la crisi bancaria del 1973-74 e le "scialuppe di salvataggio", citate in precedenza, portarono a una crescita smisurata delle funzioni di supervisione formale della Banca. Ma i principi sui quali ci si basava furono dapprima strettamente pratici, e si evitavano, all'apparenza consapevolmente, impulsi accademici (sebbene allora, in tutta onestà, non fossero molti gli impulsi utili da sfruttare); piuttosto l'idea era che si sarebbe dovuto scoprire cosa venisse accettato come "pratica migliore" dalle banche e da altre rilevanti istituzioni finanziarie, e in seguito spingere i pigri ad attenersi a tali migliori norme comportamentali.

Nonostante l'odierno, maggiore formalismo dell'economia e gli effetti della rivoluzione nella tecnologia dell'informazione nel permettere di ottenere e di analizzare montagne di dati, rispetto agli anni '60, non comprendiamo realmente di più, né ci sentiamo più capaci di effettuare previsioni, sulla macroeconomia. In effetti avviene quasi il contrario; nei primi giorni della modellizzazione macroeconomica (effettuata con l'aiuto del computer), noi (i macroeconomisti del settore pubblico) avevamo davvero l'impressione di aumentare la nostra capacità di comprendere e di controllare l'economia. Da allora la critica di Lucas, la rivoluzione delle aspettative razionali e il fallimento delle grandi previsioni (di tipo keynesiano) hanno colpito duramente l'attività di previsione (e parte dei canoni precedenti della macroeconomia).

Ciò che invece si è sviluppato con grande successo è stato lo studio della finanza e l'analisi della relazione tra rischio e prezzi delle attività, e le determinanti del rischio, ad esempio la varianza, la covarianza, le distribuzioni con code rilevanti, l'analisi fattoriale del rischio e così via. Dalla formula della determinazione del prezzo di opzione di Black-Scholes in poi, divenne chiaro che la pianificazione, l'analisi e la formazione del prezzo delle attività, come pure la misura-

zione e la valutazione del rischio appartenevano al campo d'azione dell'economista.

L'ipotesi delle aspettative razionali spiega perché ogni individuo, sia egli economista, analista o divinatore, è destinato a fallire nel predire decentemente i movimenti dei mercati delle attività (poiché essi saranno guidati principalmente da notizie inattese). Insieme alla critica di Lucas, tale ipotesi spiega anche perché l'economista avrà sempre problemi nell'effettuare previsioni persino su quelle parti dell'economia soggette a inerzia, rigidità e via dicendo. Così l'utilizzo primario degli economisti come previsori nel settore pubblico e nella City li espose a circostanze nelle quali sarebbero stati intrinsecamente fallibili, ora esaltati come stregoni ora derisi come ciarlatani. Tale condizione fu (è) aggravata dalla renitenza dei destinatari delle previsioni ad accettare, o da quella dei previsori a insistere nel fornire, i limiti di probabilità-fiducia nei confronti delle previsioni stesse. La previsione d'inflazione riportata nei recenti *Inflation Reports* della Banca è una delle poche eccezioni degne di lode. Ritengo pertanto che il trattamento degli economisti della City essenzialmente come mercanti di previsioni e di pubbliche relazioni non sia stato utile alla professione.

Dove gli economisti possono essere realmente di aiuto è nell'analisi del rischio. Vi sono fluttuazioni molto più sistemiche e prevedibili nella *varianza* che nel *livello* dei prezzi delle attività (le varianze seguono spesso un processo ARCH, mentre i livelli medi approssimano una passeggiata aleatoria). Pertanto dove le imprese della City otterrebbero veramente il meglio dai loro economisti è nelle aree di controllo del rischio e nelle aree di regolamentazione e supervisione nel settore pubblico, che negli anni '70 e in gran parte degli anni '80 era per lo più una zona "vietata" agli economisti. Tuttavia tutto questo sta ora cambiando rapidamente e in meglio. La crescente collaborazione tra il lavoro universitario nell'economia finanziaria e le operazioni pratiche nella gestione del rischio all'interno della City è uno degli sviluppi più incoraggianti degli ultimi anni, ma di molto posteriore alla mia permanenza alla Banca.

Nei primi anni '70, a seguito di *Competition and Credit Control*, vi fu una sistematica formalizzazione della nostra analisi degli sviluppi monetari e una conseguente discussione di questi sviluppi con il Tesoro e il cancelliere. Tale discussione avveniva più o meno in coincidenza dell'arrivo dei dati mensili di bilancio dalle banche. Dopo l'elaborazione e l'analisi, i dati venivano presentati al Comitato di revisione

monetaria (CRM), presieduto da John Fforde, il direttore della finanza interna. Io ero responsabile (della maggior parte) degli appunti destinati al CRM e ne fui il primo segretario. A seguito della discussione in seno al CRM, un riassunto delle opinioni (ben meditate) su tali sviluppi monetari era inviato al Governatore e ai direttori esecutivi, e formava la base per le successive discussioni periodiche con i funzionari del Tesoro e, se necessario, tra Governatore e cancelliere.

Gli sviluppi monetari giocavano un ruolo crescente nel determinare quel che agli operatori di mercato era richiesto di fare negli anni '70 e '80, e ciò spingeva a coniugare le consulenze analitiche e le operazioni di mercato; così nei primi anni '80 mi trasferii alla divisione di finanza interna, sotto John Fforde e a fianco di Eddie George (mercato dei titoli di stato) e di Tony Coleby (mercati monetari). Tutto ciò creò una qualche lacuna nella complementare analisi dell'economia "reale", e la necessità che altri economisti qualificati si unissero a Christopher Dow nel lavorare su quel versante, e alla metà degli anni '70 fu reclutato John Flemming. L'arrivo di Robin Leigh-Pemberton nel 1983 portò poi a un altro rimpasto nel 1984. Tra gli elementi determinanti di quel rimpasto vi era la necessità di trovare un sostituto di Christopher Dow, il direttore esecutivo con responsabilità per l'economia, che andava in pensione. Il Governatore scelse John Flemming. Questo fu per me un serio colpo, perché era l'unica promozione cui potessi seriamente aspirare, e John era più giovane di me.

Il mio risentimento personale era lenito dal fatto che John era (e resta) un caro amico e un eccellente economista. Rimaneva tuttavia la prospettiva di continuare per altri 13 anni (fino alla pensione) nello stesso lavoro che avevo svolto negli ultimi 16 anni. Potevo prevedere che sarei diventato acido e inaridito. Appresi delle varie promozioni e rimpasti - nei quali non figuravo - quasi accidentalmente, quando i promossi discutevano di quel che accadeva. A parte un colloquio breve e alquanto formale con il Governatore un paio di settimane più tardi («scelta difficile», ecc. ecc.) nessuno mi disse alcunché sulle mie prospettive future. Il non discutere a fondo con i grandi "perdenti" come, se non più che con, i grandi "vincenti" di qualunque riorganizzazione mi apparve allora, e mi appare tuttora, come una pessima gestione del personale. Così, nonostante il fatto che il mio lavoro alla Banca fosse stato soddisfacente e gratificante (fino al 1984), decisi di tornare alla vita universitaria.

5. Il ritorno all'università (LSE); l'analisi dei mercati (dei cambi esteri) e l'autonomia della banca centrale

5.1. La LSE e il Gruppo dei mercati finanziari

Il ritorno alla vita universitaria fu più facile da decidere che da realizzare. Sebbene nella Banca avessi continuato l'attività di ricerca e le pubblicazioni, ero stato sempre più assorbito dal lavoro direttivo. Le mie capacità tecniche, nel migliore dei casi deboli, si erano ulteriormente atrofizzate. Le forme di analisi e d'insegnamento più in voga nella professione universitaria si erano evolute ed erano diventate più formali e matematiche. Alcuni dei miei colleghi della LSE dubitavano che io potessi ancora definirmi un economista universitario di professione o, nel caso, si chiedevano se la mia nomina non avrebbe semplicemente occupato una delle poche cattedre che avrebbero potuto essere destinate a qualcuno più giovane e più capace.

Per mia fortuna Eric Sosnow²⁸ volle finanziare alla LSE una cattedra di banca e finanza in onore di suo figlio Norman, morto tragicamente in un incidente aereo. La commissione speciale di nomina per tale cattedra comprendeva accademici e non, e il mio bagaglio di esperienze fu considerato adatto; comunque fui nominato, e da allora sono il titolare della cattedra di banca e finanza intitolata a Norman Sosnow.

A paragone di Oxbridge e delle università statunitensi, la LSE non è un'università ricca. Situata al centro di Londra, dove le aree edificabili sono care, è estremamente ristretta, ed essendosi ingrandita nel tempo è ora una conigliera di edifici interconnessi, il cui accostamento geografico è alquanto casuale (se si trova la propria strada si merita un MSc in geografia). Tranne la sua superba Robbins Library e un buon centro informatico, il suo personale di supporto è anch'esso limitato, stipato e scarso. È un miracolo che l'amministrazione della LSE riesca a tenere a galla il posto, un miracolo realizzato in gran parte grazie a poche persone realmente dedite alla causa.

²⁸ Eric era scappato dalla Polonia prima della seconda guerra mondiale con l'intenzione di andare in Israele, ma a Londra si era assunto l'incarico temporaneo di giornalista finanziario - sua precedente occupazione - e lì era rimasto. Dopo la fine della guerra si dedicò agli scambi finanziari con il blocco orientale e mise in piedi la sua impresa finanziaria di import-export.

In questo bassofondo cittadino, tuttavia, vive un universo di facoltà di scienze sociali,²⁹ e in particolare una delle migliori facoltà di economia del Regno Unito. Quando arrivai io il capo del Dipartimento era Richard Layard, presto seguito da Meghnad Desai (ora Lord Desai). Altre personalità eminenti erano Tony Atkinson (ora Master del Nuffield College di Oxford), Nick Stern (ora alla Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo) e Mervyn King (ora alla Banca d'Inghilterra). David Hendry e Steve Nickell si erano da poco trasferiti a Oxford. Tra i giovani della facoltà emergevano John Moore e Charlie Bean.

Dato il peso dell'insegnamento e delle attività amministrative, i docenti universitari del Regno Unito devono utilizzare e proteggere il loro tempo libero con fiera determinazione se vogliono stare al passo con letture e ricerche. L'impressione generale è che, rispetto alla vita nel settore pubblico o nella City, la vita universitaria sia comoda e piena di periodi di vacanza. La mia esperienza è che, se si vuole continuare a lasciare un segno nella professione universitaria, è vero il contrario.

Contemporaneamente i tagli alle risorse per l'istruzione superiore comportavano non solo la graduale scomparsa dell'assistenza di segreteria (sostituita completamente da personal computer individuali), ma anche che le università non si sarebbero potute permettere nemmeno l'assistenza nella ricerca. Inoltre, l'attività e la metodologia di ricerca implicavano sempre più - e spesso richiedevano - un lavoro in collaborazione. Quando nel 1968 lasciai la vita universitaria per passare alla Banca, coinvolgere nella ricerca i propri studenti di PhD era

²⁹ La LSE è considerata di frequente un'università di sinistra. Non è chiaro perché tale fama debba continuare, dato che è stata spesso attribuita al ruolo e alla presenza di Laski dopo la seconda guerra mondiale. È vero che, sul finire degli anni '60 e nei primi anni '70, il Dipartimento di diritto aveva un'inclinazione insolitamente di sinistra; ma il Dipartimento di economia ha come figura storica Lionel Robbins, e per un certo periodo ha ospitato Hayek. Pertanto la tradizione economica della LSE è stata più (neo-)classica che in quasi ogni altro luogo del Regno Unito. In particolare, l'economia alla LSE non fu mai contagiata da alcun sottogruppo quasi-marxista del tipo che coinvolgeva certe altre università britanniche negli anni '70 e '80. Di certo l'economia e le altre facoltà della LSE presentavano il solito miscuglio di sostenitori politici di sinistra, di centro e di destra, ma la facoltà di economia non si spaccò mai, né litigò mai seriamente al suo interno, per motivi ideologici.

Vi era una divisione più netta tra chi si era dedicato alle specialità applicate, come i trasporti, lo sviluppo, il *welfare*, l'economia domestica, e chi invece riteneva che il nucleo dell'economia fosse l'analisi teorica. Gli appartenenti al primo gruppo spesso si sentivano trattati come cittadini di seconda classe, e molti di essi, nel tempo, migrarono verso altre facoltà.

considerato un po' indecoroso. Nel 1985, e in seguito lo sarebbe stato sempre di più, era diventato la norma!

Un altro shock culturale, al mio ritorno alla LSE, fu che nella Banca nessuno parlava della necessità di ottenere finanziamenti per un progetto o per l'altro. Alla LSE questo tema era un perenne oggetto di discussione. A parte pochi teorici, contenti di vivere soli con i propri pensieri e le proprie equazioni, l'attività di ricerca riguardava ora gruppi di docenti con ricercatori e assistenti, e questo richiedeva crescenti finanziamenti esterni, in quanto la LSE non aveva fondi disponibili.

Il principale centro di ricerca in economia presso la LSE in quel periodo (il Centro internazionale Suntory-Toyota per l'economia e le discipline a essa connesse - STICERD - istituito da Michio Morishima) si interessava di molti aspetti delle scienze sociali, ma non della moneta e della finanza. Così fui felice di unirmi a Mervyn King che ebbe l'idea di provare a istituire un gruppo di ricerca, il Gruppo dei mercati finanziari (FMG), che si concentrasse su tali questioni. Data la nostra vicinanza alla City, e dato l'argomento di ricerca, speravamo di ottenere finanziamenti sufficienti dal settore privato, soprattutto dalle imprese finanziarie della City, per svolgere quel tipo di ricerca di base su questi argomenti che avrebbe dovuto (nel lungo periodo) contribuire a sostenere lo sviluppo della City (e contemporaneamente formare qualcuna delle sue reclute più brillanti). Ma eravamo inflessibili sul fatto che *non* avremmo fatto consulenze dirette; inoltre avremmo fatto ricerca in sede, piuttosto che affiancarci o competere con il Centro per le ricerche di politica economica (CEPR) di Richard Portes che impegnava in attività di ricerca una rete di economisti attivi in istituzioni sparse per l'Europa.

Con l'aiuto di Sir David Walker, nostro primo presidente, e la benedizione e l'assistenza della Banca d'Inghilterra, nel 1986-87 cercammo di ottenere un supporto finanziario sufficiente³⁰ per aprire la nostra attività (con una festa) il 14 gennaio 1987.³¹ Mervyn e io eravamo gli amministratori, ma in realtà il FMG era una sua creazione, e lo fece funzionare con devozione (in ogni dettaglio).

³⁰ I nostri donatori principali furono inizialmente Citibank, County NatWest, Investors in Industry (31), Salomon Brothers e Nomura International Finance.

³¹ FMG (1987).

Il FMG prosperò notevolmente. Attirammo eccellenti studenti post-laurea, buoni ricercatori e avevamo fondi a sufficienza per attirare un flusso di eminenti visitatori. Sarebbe inopportuno sottolinearne i nomi, che sono comunque citati negli *Annual Reports* del FMG. Oltre alle conferenze occasionali, il risultato delle ricerche del FMG vede solitamente la luce dapprima sotto forma di quaderni del centro (*Discussion Papers* e *Special Papers*), e in seguito vengono spesso pubblicati in riviste o come libri. La serie dei *Discussion Papers* ha un contenuto più analitico-teorico-econometrico; quella degli *Special Papers* ha un taglio più istituzionale-politico-pratico. Le principali aree d'interesse coperte dal FMG erano la finanza e il controllo societari, la struttura dei mercati, la determinazione e la volatilità del prezzo delle attività nonché la regolamentazione finanziaria e della politica monetaria. Dal 1987 al luglio 1997 il FMG ha pubblicato 268 *Discussion Papers* e 97 *Special Papers*.

Fu di certo un serio colpo per il FMG quando Mervyn passò alla Banca nel 1991 come nuovo direttore esecutivo con responsabilità per l'economia a seguito del trasferimento di John Flemming alla Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (e successivamente al posto di presidente del Wadham College di Oxford). In quel periodo, inoltre, io ero capo del Dipartimento, e non avrei potuto, né volevo, assumere in prima persona il controllo del FMG come direttore. Per fortuna David Webb, che stava passando dall'area economica al posto di professore nel Dipartimento di contabilità e finanza, poté accollarsi tale compito (sempre più arduo). David ha ottenuto un contributo pubblico dall'Economic and Social Research Council (ESRC), pari ai fondi provenienti dal settore privato, grazie al quale (dal 1993) siamo diventati un Centro di ricerca. Con il passaggio da Mervyn a David la bilancia del nostro lavoro si è spostata leggermente dall'economia alla finanza.

Le mie pubblicazioni e la mia ricerca si sono svolte principalmente in due aree. In primo luogo, ho scritto moltissimi articoli su questioni correnti di politica monetaria, sia su argomenti internazionali come l'ERM-UME, sia su questioni interne, legate ad esempio al ruolo e alle funzioni della banca centrale, e anche sulla regolamentazione finanziaria, dove ho avuto la fortuna di essere assistito prima da Dirk Schoenmaker e poi da Philipp Hartmann in qualità di ricercatori. Molti di questi articoli sono stati raccolti in *The Central Bank and the Financial System* (1995b), mentre un ulteriore gruppo di articoli,

raccolto in *The Emerging Framework of Financial Regulation* (1998), dovrebbe essere pubblicato tra non molto (si veda anche Goodhart *et al.* 1998). La maggior parte di questi articoli aveva un taglio di politica economica, e dunque non sorprende che il numero di *Discussion Papers* di cui sono stato autore, 32, sei dei quali scritti in collaborazione (all'agosto 1997), superi di molto quello dei miei contributi alla serie degli *Special Papers*, 18, tutti tranne tre scritti in collaborazione.

In effetti, la maggioranza dei miei *Discussion Papers* - e articoli pubblicati su riviste - si riferisce alla mia seconda principale area di ricerca, sulla quale tornerò tra breve.

5.2. L'analisi dei mercati dei cambi esteri

La teoria standard della determinazione del prezzo delle attività, ovvero l'ipotesi dei mercati razionali efficienti, sostiene che tutte le informazioni rilevanti, disponibili pubblicamente, si traducono nei prezzi correnti, sicché in futuro i prezzi delle attività si dovrebbero muovere fundamentalmente³² in risposta a "notizie" impreviste. Inoltre, se si accetta l'ipotesi (di Dornbusch) di *overshooting*, nel recepire certe notizie, ad esempio variazioni monetarie nel caso del mercato dei cambi esteri (forex), alcuni prezzi dovrebbero balzare oltre il loro eventuale "equilibrio" per poi ritornarvi lentamente.

Quando tuttavia alla Banca osservavo regolarmente i mercati, tale quadro stilizzato mi sembrava lontano dalla realtà. Con poche eccezioni (quali ad esempio il rilascio di annunci monetari negli Stati Uniti durante il periodo del ricorso, da parte di Volcker, al controllo della base monetaria non mutuata destinabile a riserva (1980-82)), la risposta del mercato valutario alle "notizie" economiche (e politiche) identificabili sembrava spiegare solo una piccola parte dei sommovimenti del mercato. Inoltre, molti dei movimenti e della volatilità del mercato valutario sembravano in larga misura indipendenti da qualunque cosa si potesse identificare come "notizia" pubblica. Nel mercato azionario, certamente, si possono correlare le fluttuazioni delle singole azioni all'annuncio di notizie "private" su ciascuna impresa; ma

³² Dato l'andamento dei differenziali d'interesse esistenti, in genere per il futuro ci si attende un piccolo, previsto tasso di variazione nei prezzi dei cambi esteri. In dati con frequenza molto elevata, rilevati ad esempio ogni secondo, minuto, ora, ma anche giornalmente, tali variazioni attese sono approssimativamente nulle.

nell'enorme mercato valutario, diciamo nel gigantesco mercato a pronti del cambio \$/DM, ci si può davvero attendere che abbiano grande effetto sui tassi le notizie private, ad esempio sugli ordini dei clienti per le transazioni valutarie alle numerose banche in concorrenza tra loro? Del resto è risaputo che l'intervento (sterilizzato) delle banche centrali è relativamente troppo piccolo per avere successo. Se i loro ordini sono troppo piccoli per muovere il mercato, perché dovrebbero essere più efficaci gli ordini degli altri clienti?

Cosa determini i movimenti dei prezzi nei mercati valutari sembra un mistero, lontano dall'essere spiegabile in termini dell'avvento di notizie (pubbliche) inattese.³³ Ad ogni modo quel mistero mi sembrava un argomento degno di ricerca universitaria, un argomento che probabilmente avrebbe richiesto uno studio dettagliato e paziente che forse solo gli accademici avrebbero potuto risolvere.

Comunque tale questione, la determinazione dei movimenti dei tassi valutari, divenne un secondo nucleo della mia ricerca, e la base della mia lezione inaugurale alla LSE: "The foreign exchange market: a random walk with a dragging anchor", tenuta nell'autunno del 1987 e ristampata in *Economica* (1988).

Le "notizie" si verificano di continuo. Riempiono ogni giorno le pagine dei giornali e gli schermi dei televisori. Se si vuole isolare l'effetto delle singole "notizie" sui mercati delle attività è necessario ricorrere a dati ad altissima frequenza (*almeno orari*). Si potrebbe sostenere che per trasmettere, assimilare e valutare le notizie si impiega un tempo piuttosto lungo, ma ciò *non* è vero nel caso delle notizie economiche. Il momento della maggior parte di tali annunci è noto; il valore atteso di simili variabili è raccolto e riportato in anticipo da istituzioni come la Money Market International Ltd; all'inizio di ogni giorno gli scambisti bancari sono informati (dagli economisti della loro azienda e dagli analisti tecnici) su cosa attendersi e su quale risposta dare a una deviazione inattesa, e quegli stessi esperti sono disponibili a fornire commenti e consigli istantanei successivamente all'annuncio.

In effetti la mia ricerca (ma anche altre) mostra che il pieno effetto di ogni "notizia" economica che abbia una data di annuncio prestabilita si traduce nei prezzi valutari in circa cinque minuti (la prima

³³ Ogni volta che, perplesso, ero solito chiedere ai *dealers* della Banca sul mercato valutario per quale motivo si fossero verificate alcuni bruschi rialzi su un tasso di cambio, ricevevo la solita risposta: «Più acquirenti che venditori!».

ricerca sulle notizie economiche che arrivano *inattese* durante i periodi in cui il mercato è aperto indica che la completa assimilazione impiega un tempo significativamente più lungo, circa mezz'ora); inoltre il relativo picco nella volatilità ritorna alla normalità (nel caso di notizie con tempi di annuncio prestabiliti) in circa venti minuti. Pertanto con l'utilizzo di dati ad alta frequenza, a intervalli di un'ora o meno, si può isolare con un ragionevole grado di confidenza (statistica) l'impatto sul mercato delle singole "notizie".

Ad ogni modo, maggiore è la frequenza più ci si avvicina alle effettive operazioni continue del mercato. Diventa possibile studiare l'interazione tra molte (ma non tra tutte, si veda oltre) variabili di mercato che interessano l'economista, come l'ampiezza (assoluta) di una variazione di prezzo, la sua volatilità e l'ampiezza del divario domanda-offerta. Il compito richiedeva molto lavoro e molti dati, e l'ho portato avanti con una successione di validi dottorandi. Io fornivo la base dati e le idee; essi mettevano a disposizione il loro tempo e spesso le tecniche econometriche più aggiornate. La serie iniziò con dati orari, con Marcelo Giugale in qualità di assistente di ricerca (Goodhart e Giugale 1989, 1993) che in seguito raggiunse la World Bank; poi proseguì con dati minuto per minuto, con Lorenzo Figliuoli (Goodhart e Figliuoli 1991, 1992), che successivamente passò al FMI.

La base di praticamente tutti i dati valutari è il prezzo indicativo delle offerte e delle domande per i tassi a pronti bilaterali forniti a getto continuo dagli schermi elettronici di distributori come Reuters, Telex o Knight Ridder. I dati di fine mese, giornalieri o orari sono presi semplicemente come un'istantanea da un flusso continuo di dati. Perché gettare via tutti i dati che divengono disponibili tra un'istantanea e la successiva? Così, con il gentile aiuto di PLC della Reuters e l'assistenza informatica di Russell Lloyd, installai un canale di rifornimento di dati direttamente dalle pagine FXXF, FXXY (e AAMM) degli schermi Reuters, e raccolsi tre mesi di dati continui (9 aprile-3 luglio 1989) sui tassi valutari bilaterali a pronti (dalle pagine FXXF e FXXY) e sulle relative notizie (dalla pagina AAMM) (1989-1990).

A mia insaputa, su questo fronte stava facendo ancora meglio una società di Zurigo specializzata in attività di consulenza-ricerca, la Olsen and Associates, che dalla metà degli anni '80 in poi aveva raccolto dagli schermi elettronici dati continui su tassi valutari e tassi d'interesse; credo che la loro sia la migliore biblioteca esistente di tali dati.

In seguito ci incontrammo, e incoraggiai Richard Olsen a estendere i suoi già ampi legami con la comunità economica universitaria organizzando conferenze sull'utilizzo in finanza di dati ad alta frequenza (HFDF); la prima fu tenuta con grandissimo successo a Zurigo nel marzo 1995, la seconda è prevista per il marzo 1998, e per quell'occasione Richard, con particolare generosità ed entusiasmo, ha messo a libera disposizione della ricerca universitaria gran parte della propria base dati. Ma ora sto correndo troppo.

Comunque, con Antonio Demos (Goodhart e Demos 1990, 1991; Demos e Goodhart 1996) e Riccardo Curcio (Goodhart e Curcio 1991; Curcio e Goodhart 1992, 1993, 1997) intrapresi una ricerca su queste serie continue di dati, confermando ad esempio l'esistenza di un'autocorrelazione negativa di primo ordine tra le quotazioni ad altissima frequenza, ad esempio con una periodicità inferiore ai cinque minuti, un'autocorrelazione che avevo già scoperto nel mio lavoro con Figliuoli. Utilizzando una serie di dati con frequenza simile alla precedente, con Riccardo provai anche a vedere se, e nel caso come, avrebbe potuto funzionare l'analisi tecnica (per grafici). Vi fu anche un lavoro connesso sulla microstruttura del mercato valutario condotto con Patrick McMahon, tristemente morto troppo presto, e il suo compagno di ricerca Yerima Ngama (1992, 1993, 1997), con Mark Taylor (1992), Thomas Hesse (1993), Hall, Henry e Pesaran (1993) e un articolo di rassegna scritto con Maureen O'Hara (1997), inizialmente preparato come articolo introduttivo della già citata conferenza di Olsen sulla HFDF (1995). Era mia intenzione, e lo è tuttora, raccogliere la maggior parte di tali articoli in un'opera sul funzionamento del mercato dei cambi esteri; ma vi era sempre un altro articolo cruciale ancora da pubblicare o in corso di scrittura.

Questo lavoro dura tuttora, e come spesso in precedenza, è connesso al tentativo di ottenere un'altra, migliore base dati da studiare. La pagina FXXF della Reuters fornisce dati continui sulle quotazioni indicative di offerta e domanda.³⁴ Ma le serie di dati hanno molti difetti:

- 1) i dati mostrano le quotazioni dell'ultima banca che le immette, *non* la migliore offerta o domanda disponibili sul mercato;

³⁴ Sebbene non offra *tutte* queste quotazioni, perché la tecnologia FXXF può trattare solo una nuova quotazione ogni secondo o quasi. Tale difetto è stato ora superato con le loro nuove pagine RIC, che mostrano tutte le quotazioni.

2) le quotazioni sono indicative per i prezzi correnti e *non* corrispondono a contratti effettivi; condizioni migliori, o in alcuni mercati peggiori, possono essere ottenute tramite contatti (telefonici) diretti;

3) i divari hanno ampiezza convenzionale e *non* sono rappresentativi dei veri divari di mercato;

4) i dati possono essere inaffidabili quando il mercato è particolarmente intasato e volatile (perché i *dealers* possono essere troppo occupati per aggiornare le immissioni);

5) non vi è alcun dato disponibile sulle relative transazioni.

Nel frattempo la Reuters e il suo concorrente principale EBS (che di recente si è fuso con la Minex) stanno sviluppando sistemi di brokeraggio elettronico; il sistema della Reuters si chiama D-2002. Questi possono fornire una maggiore immediatezza rispetto alla ricerca telefonica, e sono più economici degli intermediari in valori mobiliari (*inter-dealer brokers*). Su tali sistemi (privati), le banche partecipanti possono inserire le offerte ferme di acquisto o vendita per quantità scelte espresse in unità standardizzate. Le quantità disponibili per la migliore offerta e domanda sono mostrate sugli schermi, quindi un'altra banca può "incontrare" la migliore offerta (o domanda) per un ammontare fino a quello mostrato da offrire a quel prezzo. Sebbene il brokeraggio elettronico occupi solo una frazione del totale del mercato, tale insieme di dati è chiaramente di gran lunga superiore sotto molti aspetti alle serie FAFX.

Quando avvicinai per la prima volta la Reuters, per ragioni comprensibili essi esitavano a rendere disponibili i loro dati D-2002. Tuttavia, per motivi promozionali e di presentazione avevano effettuato registrazioni video dai loro schermi, per sette ore il 16 giugno 1993, ed erano disposti a farcele avere. Con l'assistenza del professor Taka Ito e di Richard Payne, all'epoca il mio assistente di ricerca, abbiamo sfruttato questo (breve) insieme di dati per una serie di articoli (1996a e 1996b; Payne 1996a e 1996b).

Ho continuato a chiedere alla Reuters di concedere ulteriori dati D-2002 per la ricerca universitaria. Attualmente spero di ottenere, sotto la mia responsabilità ma per l'utilizzo di tutti i ricercatori universitari accreditati, una settimana di dati continui D-2002 sul mercato a pronti \$/DM. Se riesco a raggiungere il mio scopo, il mio primo progetto è provare a mostrare *visivamente* in forma grafica su CD-Rom le

caratteristiche fondamentali del funzionamento di tale mercato. Per me sarebbe una nuova impresa. Vi sarà, spero, ancora di più da fare in seguito, e ne possono venir fuori risultati interessanti.

5.3. L'autonomia della banca centrale

Sono stato fortunato a essere stato coinvolto piuttosto da vicino in tre occasioni di importanti cambiamenti di regime nelle banche centrali, a Hong Kong nel 1983 (sebbene in quel periodo l'autorità monetaria di Hong Kong (HKMA) non fosse una banca centrale a tutti gli effetti), in Nuova Zelanda nel 1988-89 e nel Regno Unito nel 1997.

Avevo una vaga nozione della crisi monetaria di Hong Kong nel settembre 1983. I precedenti negoziati tra il presidente Deng e la Thatcher sul futuro di Hong Kong non erano andati bene. Era iniziata una fuga di capitali da Hong Kong, spingendo in basso il tasso di cambio, che non aveva un ancoraggio. La caduta del tasso di cambio diede l'avvio a un aumento dei prezzi locali sufficientemente rapido da causare preoccupazioni all'interno. La Repubblica Popolare Cinese imputava il panico crescente a stratagemmi britannici volti a ritirare il loro denaro da Hong Kong in tempo utile, cosa non vera. Ma il loro rumore di sciabole accrebbe ulteriormente il panico. A sua volta tale panico originò una caduta nei prezzi delle proprietà immobiliari, e ciò rese l'associazione bancaria di Hong Kong (HKAB) riluttante ad aumentare rapidamente i tassi d'interesse per paura di un collasso del valore delle attività.³⁵

Così vennero mandati a Hong Kong, agli ordini del cancelliere,³⁶ due funzionari con qualche conoscenza di economia monetaria, David Peretz del Tesoro e io. Lì trovammo che il primo consigliere monetario, Douglas Bly, si era già impegnato pubblicamente a realizzare una riforma monetaria, ma che non vi erano chiari progetti su quale avrebbe dovuto essere. Tuttavia era già sul tavolo uno schema di riforma, proposto precedentemente da John Greenwood, un economista anziano del G. T. Management Plc., in forma di un sistema di *currency board* (ufficio valutario) legato al dollaro statunitense. Una difficoltà era che Greenwood stesso si era reso persona non gradita

³⁵ A proposito di tale panico ho scritto un resoconto più completo nella mia introduzione a Glasner (1997).

³⁶ Lawson (1992, p. 523).

all'allora segretario capo a causa delle sue precedenti, dure critiche al regime flessibile non vincolato, della cui instaurazione Sir Philip Haddon-Cave era diretto responsabile. Sir John Bremridge, il Ministro delle finanze, e Bly non erano esperti di affari monetari, e in questo campo si sentivano troppo insicuri per accettare le proposte di un collaboratore locale con un notorio atteggiamento di critica verso quanto era stato fatto.

Così il nostro lavoro consistette nel valutare la proposta del "legame" con il dollaro, decidere se fosse una buona idea - cosa che effettivamente era e rimane - ed elaborare sia i dettagli della transizione, sia, con un grande aiuto da parte dei dirigenti delle locali banche commerciali, soprattutto della Hong Kong and Shanghai Bank, i vari dettagli tecnici dell'applicazione di un sistema di *currency board* alle peculiarità del sistema finanziario di Hong Kong (quest'ultimo non fu un compito facile). Hong Kong era particolarmente idonea al "legame", in quanto i suoi mercati straordinariamente flessibili la mettevano in grado di adattarsi alle condizioni monetarie e ai tassi d'interesse stabiliti negli Stati Uniti dalla Fed con obiettivi legati agli affari interni americani (obiettivi cioè che avrebbero potuto non essere congiunturalmente adatti alle condizioni correnti di Hong Kong). Allo stesso modo la complicata situazione politica di Hong Kong, colonia britannica presto destinata a cambiare, nel 1997, il proprio statuto per diventare una regione ad amministrazione speciale della Repubblica Popolare Cinese con due sistemi economici nello stesso paese, rendeva estremamente utile l'istituzione di un ufficio valutario legato al dollaro (e non alla valuta del potere coloniale), esercitando un'influenza a un tempo forte e tranquillizzante.³⁷

Da allora rimasi a strettissimo contatto con gli affari monetari di Hong Kong, in qualità di membro dell'Exchange Fund Advisory Council (un ufficio di consulenza per la HKMA) per la maggior parte del decennio - attività che mi comportò lunghi e frequenti viaggi in aereo - e mantenendo contatti con la City University di Hong Kong, dove attualmente ricopro una posizione di *visiting professor* esterno per un paio di anni.

Vengo ora al mio legame con la Reserve Bank of New Zealand (RBNZ). Durante la mia permanenza alla Banca avevo avuto l'opportunità di incontrare i principali economisti e funzionari della RBNZ,

³⁷ Si veda anche Thatcher (1993, pp. 489-90).

soprattutto Rod Deane e Peter Nicholl, e di diventarne amico. In occasione del cinquantesimo anniversario della RBNZ mi venne chiesto di tenere una conferenza a Wellington, e poi, cosa ancora più importante, di diventare uno dei loro consulenti esterni (un altro era Geof Wood della Business School della City University) allorché il governo laburista (con Lange e Douglas) propose un provvedimento³⁸ che conferiva alla RBNZ l'autonomia di variare i tassi d'interesse per perseguire obiettivi d'inflazione concordati tra il Ministro e il Governatore, pubblicati apertamente e sottoposti al parlamento.

In molti articoli ho sostenuto che questa impostazione, la quale prevede che il governo determini quantitativamente gli obiettivi inflazionistici da perseguire e lasci poi alla banca centrale l'autonomia di variare i tassi d'interesse per raggiungerli, è ottima. Secondo me, ad esempio, è di gran lunga preferibile alla proposta di un Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), secondo il quale il SEBC delibera su obiettivi (inflazionistici) propri; ciò crea un eccessivo deficit democratico. Ma la struttura principale della legge della RBNZ del 1989 fu determinata dagli stessi autori a Wellington, e non da consulenti esterni,³⁹ sebbene ebbi l'onore di poter commentare per iscritto e di testimoniare pubblicamente a sostegno del piano Bill davanti a uno dei loro comitati.

In effetti quel che ora ricordo più vividamente di tale episodio riguarda una parte del piano che avanzai con forza e che non fu accettata. Io consigliavo che il salario del Governatore venisse legato al suo successo nel perseguire l'obiettivo inflazionistico. Avevo chiesto di mettere in pratica un contratto Walsh⁴⁰ (si veda Walsh 1995), prima ancora che si dimostrasse la sua ottimalità in alcuni contesti teorici. Il motivo per cui fu respinto, su consiglio del Tesoro, era principalmen-

³⁸ Per diversi anni ho sostenuto che i governi laburisti probabilmente riconoscono alle banche centrali una maggiore autonomia rispetto ai governi conservatori. Il loro guadagno di credibilità (in tassi d'interesse inferiori) probabilmente è maggiore; inoltre il partito conservatore all'opposizione può difficilmente sollevare obiezioni, data la sua posizione ideologica. Pertanto un simile cambiamento nel regime della banca centrale, introdotto da un governo laburista, dovrebbe ricevere il consenso di tutti i partiti, come infatti accadde in Nuova Zelanda. Ciò aumenta enormemente la credibilità dell'intero esercizio.

³⁹ Il Governatore Don Brash era stato fin troppo generoso con me nell'attribuzione delle responsabilità.

⁴⁰ In qualche modo le voci di tale suggerimento trapelarono. Sebbene esso non sia stato accettato, per alcuni anni vi fu un diffuso malinteso sul fatto che fosse stato effettivamente approvato.

te di relazioni pubbliche. Quando vi fosse stata minaccia di inflazione, si sarebbe potuto pensare che il Governatore avrebbe potuto aumentare il proprio reddito accrescendo i tassi d'interesse che (nel breve periodo) avrebbero ridotto il reddito disponibile e l'occupazione di altri. Quel che tale argomentazione, che ha una certa forza, mi suggeriva, era che la domanda nel breve periodo di una maggiore occupazione, senza una giusta preoccupazione per la stabilità dei prezzi o per la crescita sostenibile nel medio periodo, proveniva tanto dal pubblico (e da parti della stampa) quanto, o piuttosto che, da politici attenti al proprio interesse.⁴¹

Sebbene avessi sostenuto con forza l'autonomia della banca centrale nella fissazione dei tassi d'interesse per perseguire un obiettivo inflazionistico stabilito dalle autorità politiche, allo stesso tempo avevo nutrito dubbi sulle virtù della principale analisi teorica portata a supporto di tale passaggio, cioè l'argomento centrato sull'incoerenza temporale. Vi è scarsa evidenza empirica convincente che i governi abbiano consapevolmente tentato di utilizzare l'inerzia nelle aspettative per ingannare il pubblico e spingerlo a lavorare più duramente, alla ricerca di un favore elettorale di breve periodo, e in effetti vi erano ben poche prove, dati i lunghi ritardi nel funzionamento della politica monetaria, che i governi, anche volendo, sarebbero riusciti a farlo. Ritengo che gli elementi chiave nella gestione della politica monetaria siano i suoi lunghi ritardi e l'ampio spettro d'incertezza sugli effetti che tali politiche esercitano nel tempo sui redditi nominali e sui prezzi. Nella maggior parte dei modelli d'incoerenza temporale le autorità monetarie possono ancora controllare istantaneamente e perfettamente i prezzi! Una vera assurdità.

Tale modello non solo sopravvive ancora, ma è anche molto influente. Ciò anche perché combina il virtuosismo tecnico e matematico con un affascinante cinismo legato alle ragioni e all'agenda delle autorità politiche. È mia opinione che la realtà sia molto più prosaica. Il futuro è sempre incerto e discutibile, per cui non è mai facile fare un passo doloroso nell'immediato con lo scopo di correggere problemi futuri e incerti (quali un'inflazione crescente). Vi è sempre la tentazione (soprattutto prima delle elezioni) a rinviare l'aumento dei tassi d'interesse fino a quando solidi dati correnti effettivi non mostrino

⁴¹ Ho espresso più formalmente tali opinioni in un articolo scritto con Huang (1996).

una prova inequivocabile di un peggioramento dell'inflazione. A causa dei ritardi, tuttavia, a quel punto è troppo tardi per interrompere facilmente o rapidamente il processo dinamico. I politici chiaramente rischiano sempre di variare i tassi d'interesse "troppo poco o troppo tardi", ma secondo me non perché spinti da un consapevole desiderio di ingannare la gente facendola lavorare più duramente.

Dati i ritardi, scopo della politica monetaria deve essere il controllo del livello dell'inflazione futura prevista (tecnicamente calcolata al meglio).⁴² Per le ragioni esposte sopra, ciò può essere fatto nel migliore dei modi da una banca centrale autonoma, che lavori a un obiettivo indicato dalle autorità politiche. È quindi con grande piacere che nei primi giorni di marzo 1997 ho appreso che il cancelliere dello scacchiere, Gordon Brown, membro del nuovo governo laburista, ha avviato nel Regno Unito un cambiamento di regime che seguiva più o meno esattamente queste indicazioni, ed è stato un piacere personale ancora maggiore scoprire poche settimane dopo che sarei stato un membro esterno (cioè non appartenente alla Banca) del neonato Comitato per la politica monetaria. È un privilegio insolito per un economista provare a far funzionare in pratica quel che si è sostenuto in teoria. Tale compito fornirà motivazioni e interesse agli anni che mi rimangono nella professione.

BIBLIOGRAFIA

- BANK OF ENGLAND (1969a), "The operation of monetary policy since the Radcliffe Report", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 9 (4), pp. 448-60.
- BANK OF ENGLAND (1969b), "Domestic credit expansion", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 9 (3), pp. 363-82.
- BANK OF ENGLAND (1971), *Competition and Credit Control*, May, London.
- BANK OF ENGLAND (1981), "Monetary control - Provisions", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 21 (3), pp. 347-50.
- BANK OF ENGLAND (1984), *The Development and Operation of Monetary Policy, 1960-1983*, Clarendon Press, Oxford.
- BIRMINGHAM, S. (1968), *Our Crowd. The Great Jewish Families of New York*, Longman, London.

⁴² Come è stato invocato in molti, recenti, notevoli articoli di Lars Svensson (ad esempio 1997a e 1997b).

- CAIRNCROSS, A. (1996), *Managing the British Economy in the 1960s: A Treasury Perspective*, Macmillan, London.
- CROCKETT, A.D. (1970), "Timing relationships between movements of monetary and national income variables", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 10 (4), pp. 459-72.
- CURCIO, R. and C.A.E. GOODHART (1992), "When support/resistance levels are broken, can profits be made?", *Financial Markets Group Discussion Paper*, no. 142, July; revised and reworked as Curcio, R., C. Goodhart, D. Guillaume and R. Payne (1997), "Do technical trading rules generate profits? Conclusions from the intra-day foreign exchange market", *International Journal of Finance and Economics*, 2 (4), pp. 267-80.
- CURCIO, R. and C.A.E. GOODHART (1993), "Chartism: a controlled experiment", *Journal of International Securities Markets*, 7, Autumn, pp. 173-86.
- DEMOS, A.A. and C.A.E. GOODHART (1996), "The interaction between the frequency of market quotations, spread and volatility in the foreign exchange market", *Applied Economics*, vol. 28, pp. 377-86.
- Dictionary of National Biography* (1986), Oxford University Press, Oxford.
- FFORDE, J.S. (1954), *The Federal Reserve System, 1945-49*, Clarendon Press, Oxford.
- FINANCIAL MARKETS GROUP (1987a oggi), *Annual Report*, London School of Economics, London.
- FLADE, R. (1996), *The Lehmans: From Rimpar to the New World*, Königshausen & Neuman, Würzburg.
- FOOT, M.D.K.W., C.A.E. GOODHART and A.C. HOTSON (1979), "Monetary base control", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 19 (2), pp. 149-59.
- FRANKEL, J.A., G. GALLI and A. GIOVANNINI (1996), *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*, for the NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- FRIEDMAN, M. and A.J. SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, NBER, Princeton University Press, Princeton.
- GLASNER, D. ed. (1997), *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, Garland Publishing Inc., New York.
- GOLDFELD, S.M. (1973), "The demand for money revisited", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 3, pp. 577-638.
- GOODHART, A.L. (1920), *Poland and the Minority Races*, George Allen & Unwin Ltd, London.
- GOODHART, C.A.E. (1962), "National banking system reactions to seasonal variations, 1900-1913", 2 vols, PhD Thesis, Harvard University, Cambridge, Mass.
- GOODHART, C.A.E. (1964), "Review of *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, by M. Friedman and A. Schwartz", *Economica*, XXXI (123), pp. 314-18.
- GOODHART, C.A.E. (1965), "Profit on national bank notes, 1900-1913", *Journal of Political Economy*, LXXIII (5), pp. 516-22.
- GOODHART, C.A.E. (1969), *The New York Money Market and the Finance of Trade, 1900-1913*, Harvard Economic Studies, vol. 132, Harvard University Press, Cambridge, Mass.

- GOODHART, C.A.E. (1972), *The Business of Banking, 1891-1914*, Weidenfeld and Nicolson, London.
- GOODHART, C.A.E. (1973), "Monetary policy in the United Kingdom", in K. Holbik ed., *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, chapter 12, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- GOODHART, C.A.E. (1975), *Money, Information and Uncertainty*, revised 2nd edition 1989, Macmillan, London.
- GOODHART, C.A.E. (1984), "The problems of monetary management: the UK experience", in *Monetary Theory and Practice*, chapter III, Macmillan, London.
- GOODHART, C.A.E. (1988), "The foreign exchange market: a random walk with a dragging anchor", *Economica*, 55 (220), pp. 437-60.
- GOODHART, C.A.E. (1988), "The conduct of monetary policy", *Economic Journal*, 99 (396), pp. 293-346.
- GOODHART, C.A.E. (1989), "'News' and the foreign exchange market", *Manchester Statistical Society, Pamphlet*, October 17; reprinted as *Financial Markets Group Discussion Paper*, no. 71, January 1990.
- GOODHART, C.A.E. (1994), "What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations?", *Economic Journal*, 104 (427), pp. 1424-36.
- GOODHART, C.A.E. (1995a), "Money supply control: base or interest rates", in K.D. Hoover and S.M. Sheffrin eds, *Monetarism and the Methodology of Economics*, chapter 7, Edward Elgar, Aldershot.
- GOODHART, C.A.E. (1995b), *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan, London.
- GOODHART, C.A.E. (1997), "Hong Kong financial crisis (1983)", in D. Glasner ed., *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, Garland Publishing Inc., New York.
- GOODHART, C.A.E. ed. (1998), *The Emerging Framework of Financial Regulation*, FMG Papers on financial regulation, Central Banking Publications Ltd, London, in corso di pubblicazione.
- GOODHART, C.A.E. and R.J. BHANSALI (1970), "Political economy", *Political Studies*, XVIII (1), pp. 43-106.
- GOODHART, C.A.E. and A.D. CROCKETT (1970), "The importance of money", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 10 (2), pp. 159-98.
- GOODHART, C.A.E. and R. CURCIO (1991), "The clustering of bid/ask prices and the spread in the foreign exchange market", *Financial Markets Group Discussion Paper*, no. 110, January.
- GOODHART, C.A.E. and A.A. DEMOS (1990), "Reuters screen images of the foreign exchange market; the Deutschmark/dollar spot rate", *The Journal of International Securities Markets*, 4, Winter, pp. 333-57.

- GOODHART, C.A.E. and A.A. DEMOS (1991), "Reuters screen images of the foreign exchange markets: the yen/dollar and the sterling/dollar spot market", *The Journal of International Securities Markets*, 5, Spring, pp. 35-64.
- GOODHART, C.A.E. and L. FIGLIUOLI (1991), "Every minute counts in financial markets", *Journal of International Money and Finance*, 10 (1), pp. 23-52.
- GOODHART, C.A.E. and L. FIGLIUOLI (1992), "The geographical location of the foreign exchange market: a test on an 'islands' hypothesis", *Journal of International and Comparative Economics*, (JOICE), 1 (1), pp. 13-28.
- GOODHART, C.A.E. and M. GIUGALE (1989), "Some evidence on daily trading in the London foreign exchange market", *The Journal of International Securities Markets*, Summer, pp. 137-46.
- GOODHART, C.A.E. and M. GIUGALE (1993), "From hour to hour in the foreign exchange market", *Manchester School Journal*, LXI (1), pp. 1-34.
- GOODHART, C.A.E., S.G. HALL, S.G.B. HENRY and B. PESARAN (1993), "News effects in a high frequency model of the sterling-dollar exchange rate", *Journal of Applied Econometrics*, 8 (1), pp. 1-13.
- GOODHART, C.A.E., P. HARTMANN, D.T. LLEWELLYN, L. ROJAS-SUAREZ and S. WEISBROD (1998), *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Routledge, London, in corso di pubblicazione.
- GOODHART, C.A.E. and T. HESSE (1993), "Central bank forex intervention assessed in continuous time", *Journal of International Money and Finance*, 12 (9), pp. 368-89.
- GOODHART, C.A.E. and H. HUANG (1996), "What are the central bank's and the private sector's objectives", Financial Markets Group, mimeo, di prossima pubblicazione.
- GOODHART, C.A.E., T. ITO and R. PAYNE (1996), "One day in June 1993: a study of the working of the Reuters 2000-2 electronic foreign exchange trading system", in J.A. Frankel, G. Galli and A. Giovannini eds, *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*, chapter 4, University of Chicago Press; also published as *NBER Technical Working Paper*, no. 179, April 1995.
- GOODHART, C.A.E., P.C. McMAHON and Y.L. NGAMA (1992), "Does the forward premium/discount help to predict the future change in the exchange rate?", *Scottish Journal of Political Economy*, 39 (2), pp. 129-40.
- GOODHART, C.A.E., P.C. McMAHON and Y.L. NGAMA (1993), "Testing for unit roots with very high frequency spot exchange rate data", *Journal of Macroeconomics*, 15 (3), pp. 423-38.
- GOODHART, C.A.E., P.C. McMAHON and Y.L. NGAMA (1997), "Why does the spot-forward discount fail to predict changes in future spot prices", *International Journal of Financial Economics*, 2 (2), pp. 121-30.
- GOODHART, C.A.E. and M. O'HARA (1997), "High frequency data in financial markets: issues and applications", *Journal of Empirical Finance*, 4 (2/3), pp. 73-114.
- GOODHART, C.A.E. and R. PAYNE (1996b), "Microstructural dynamics in a foreign exchange electronic broking system", *Journal of International Money and Finance*, 15 (6), pp. 829-52.
- GOODHART, C.A.E. and M.P. TAYLOR (1992), "Why don't individuals speculate in forward foreign exchange?", *Scottish Journal of Political Economy*, 39 (1), pp. 1-13.
- HARCOURT, G.C. (1972), *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HOLBIK, K. (1973), *Monetary Policy in Twelve Industrial Countries*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- LAWSON, N. (1981), "Thatcherism in practice. A progress report", Intervento alla Zurich Society of Economics, 14 gennaio, H.M. Treasury Press Release, London.
- LAWSON, N. (1992), *The View from No. 11, Memoirs of a Tory Radical*, Corgi Books, London.
- NEVINS, A. (1963), *Herbert H. Lehman and his Era*, Scribners, New York.
- NIEHANS, J. (1981), "The appreciation of sterling - Causes, effects, policies", Money Study Group, *Discussion Paper*, mimeo, February.
- PAYNE, R. (1996a), "Announcement effects and seasonality in the intra-day foreign exchange market", *Financial Markets Group Discussion Paper*, no. 238, London School of Economics.
- PAYNE, R. (1996b), "Information transmission in inter-dealer foreign exchange transactions", *Working Paper*, Financial Markets Group, London School of Economics.
- RICHARDSON, G. (1978), "Reflections on the conduct of monetary policy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 18 (1), pp. 51-58.
- SHACKLE, G.L.S. (1949), *Expectations in Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SRAFFA, P. (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SVENSSON, L. (1997a), "Optimal inflation targets, 'conservative' central banks, and linear inflation contracts", *American Economic Review*, 87 (1), pp. 98-114.
- SVENSSON, L. (1997b), "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1111-46.
- THATCHER, M. (1993), *The Downing Street Years*, Harper Collins, London.
- TREASURY and CIVIL SERVICE COMMITTEE (1981), *Monetary Policy: Report*, HMSO, London.
- TREASURY, HER MAJESTY'S (1980), *Financial Statement and Budget Report*, che include la strategia finanziaria a medio termine, Her Majesty's Stationery Office (HMSO), London.
- WALSH, C.E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, 85 (1), pp. 150-67.
- WALTERS, A. (1986), *Britain's Economic Renaissance: Margaret Thatcher's Reforms, 1979-1984*, Oxford University Press, Oxford.