

L'“esperimento monetarista” del 1979-1982 nel Regno Unito: perché gli economisti continuano a non essere d'accordo

I. Introduzione

In nessun settore dell'economia applicata il dibattito è accanito quanto nell'arena della politica macroeconomica. Senza dubbio il venir meno, negli anni settanta, del “consenso keynesiano” che aveva caratterizzato il dopoguerra ha intensificato le lotte intestine; ma anche entro i più ristretti confini del precedente “consenso” divergenze di opinioni erano usuali. La storia della politica di “consenso” *ante* 1976 del Regno Unito è in realtà marcata da aspri scontri intellettuali tra economisti: la svalutazione della sterlina nel 1967, l'ingresso nella Comunità europea, il passaggio a tassi di cambio fluttuanti, avevano portato in piena evidenza i contrasti esistenti nella nostra professione (Hutchinson, 1977).

Peraltro, nel mondo ben più incerto degli ultimi anni settanta e degli anni ottanta la frammentazione della teoria macroeconomica ha riaperto il dibattito su questioni prima ritenute da tempo risolte, estendendo la battaglia su un fronte molto più ampio (Cobham, 1984). Il ricorso a disavanzi di bilancio — risposta automatica dei precedenti Cancellieri del periodo del “consenso” al problema della disoccupazione — viene oggi deriso come controproducente dai monetaristi e dai “nuovi classici”. Riduzioni dei salari reali, generalmente rifiutate negli anni cinquanta e sessanta come suscettibili di accentuare una recessione, deprimendo ulteriormente la domanda aggregata, sono invece sollecitate oggi da molti economisti come unico rimedio per la disoccupazione.

Un episodio di recente politica macroeconomica che pone in luce il contrasto oggi esistente fra differenti scuole di pensiero è quello che Galbraith ha definito (1980) l'“esperimento monetarista” del governo conservatore. La nuova strategia economica cui si riferisce Galbraith fu accolta con entusiasmo da molti monetaristi e “nuovi classici”, ma fu

osteggiata pubblicamente da altri economisti. L'ondata di dissenso trovò, alla fine, la sua espressione più vistosa nella lettera che 364 economisti inviarono ai quotidiani il 30 marzo 1981: in essa si condannavano le iniziative thatcheriane e si concludeva che «le attuali politiche accentueranno la depressione ed eroderanno la base industriale della nostra economia, compromettendone la stabilità sociale e politica».

Non sorprende il fatto che gli economisti si trovino in disaccordo riguardo alla formula più appropriata di politica macroeconomica. La politica del Governo Thatcher assume però un'importanza particolare per gli studiosi delle controversie intellettuali in economia, perché può essere a buon diritto considerata quanto di più prossimo a un "esperimento" di politica macroeconomica sia stato mai realizzato nel Regno Unito. E poiché, per definizione, il fine degli esperimenti è quello di verificare la validità delle teorie e fornire conclusioni, ci si poteva attendere che l'esperienza degli anni 1979-82 avrebbe consentito di ridefinire teorie e ridurre divergenze fra i punti di vista contrastanti. In realtà invece, dopo oltre un quinquennio di analisi dell'esperimento monetarista, i pareri degli economisti sull'interpretazione dei fatti rimangono discordi come erano prima sull'opportunità di applicare la nuova strategia.

Le ragioni del disaccordo sono complesse. Il nostro articolo vuol essere uno studio sui limiti della ricerca empirica come mezzo per risolvere queste divergenze d'opinioni. In esso vengono esaminati i risultati dell'esperimento monetarista del 1979-82, e illustrate le strategie impiegate dalle diverse scuole di pensiero per costruire interpretazioni radicalmente differenti dei fatti. Contrariamente alla nota affermazione di Friedman secondo cui «le differenze di opinione fra economisti sono empiriche, piuttosto che teoriche» (e, quindi, suscettibili di soluzione mediante la ricerca applicata), questo studio conclude che gli economisti sono divisi da problemi ben più di fondo.

II. La natura dell'"esperimento monetarista" del 1979-82

Negli anni settanta molti governi occidentali, incluso il governo laburista allora in carica nel Regno Unito, adottarono norme (o obiettivi) monetarie nel quadro di più ampi programmi per contrastare l'accelerazione mondiale del processo inflazionistico. L'adozione di

obiettivi monetari, dapprima per M3 e poi £M3, venne annunciata pubblicamente per la prima volta nel Regno Unito nel 1976, sebbene la politica della Banca d'Inghilterra fosse basata sin dal 1973 su «obiettivi segreti concernenti l'offerta di moneta interna» (Smith, 1987, p. 59). Per il governo laburista del periodo 1974-79 questi obiettivi erano però solo una parte di un pacchetto antinflazionistico che faceva affidamento in primo luogo su una politica dei redditi (il cosiddetto "contratto sociale"), e occasionalmente, sulla deliberata sovravalutazione del tasso di cambio (Gowland, 1983, p. 139). Cosa più importante, l'adozione di una norma monetaria — prescrizione fondamentale della scuola monetarista — non significava, almeno per il governo laburista inglese, accettazione automatica della teoria monetarista. Quasi tutti i modelli teorici predicono inflazione quando l'offerta di moneta aumenta con una certa rapidità; e l'impennata dell'espansione monetaria e insieme dell'inflazione nei primi anni settanta aveva convinto molti funzionari del Tesoro che una certa dose di controllo monetario era condizione essenziale di una credibile strategia antinflazionistica. Inoltre, in una situazione in cui i mercati finanziari interni e internazionali sono fortemente orientati in senso monetarista, l'adozione di obiettivi monetari espliciti è il mezzo più semplice per influire sulle aspettative inflazionistiche, e di conseguenza sul livello dei tassi d'interesse nominali e del tasso di cambio (Browning, *op. cit.*, p. 288).

Per contro, il governo conservatore subentrò nel 1979 a quello laburista con l'intenzione dichiarata di attuare un programma antinflazionistico di tipico stampo monetarista. La nuova strategia dei conservatori, elaborata con l'assistenza di noti monetaristi (Keegan, 1984; Green, 1987), dava netta priorità al conseguimento di obiettivi monetari prefissati, eliminando tutte le altre forme non di mercato per il controllo del livello dei prezzi. A breve distanza dall'elezione vi fu un vero e proprio "falò dei controlli" su prezzi, redditi, movimenti internazionali di capitali, bilanci delle banche. La politica fiscale fu subordinata all'esigenza di una stretta monetaria, nel senso che si fissarono obiettivi di massima (*quasi-targets*) al disavanzo di bilancio a fianco e sostegno di quelli adottati per £M3.

Il programma era basato su una forma di monetarismo nota con il nome di "gradualismo" (Treasury and Civil Service Committee, 1981a, pp. xxxvii-xxxviii), che ipotizza che le aspettative inflazionistiche siano "adattive" (cioè reagiscano entro un certo tempo alla passata esperienza), piuttosto che statiche o razionali. Mirava cioè ad eliminare l'inflazione gradualmente, senza imporre seri costi di aggiustamento all'economia reale, riducendo la crescita monetaria in modo costante durante

un periodo di alcuni anni. Gli elementi essenziali di questo "esperimento" vennero sintetizzati nella cosiddetta "Medium Term Financial Strategy" (MTFS) (strategia finanziaria a medio termine).

MTFS 1980				
Obiettivi per:	1980-81	1981-82	1982-83	1983-84
£M3	7-11%	6-10%	5-9%	4-8%
PSBR * (% del PIL)	3,75%	3,00%	2,25%	1,50%

* Public Sector Borrowing Requirement ("fabbisogno finanziario del settore pubblico")
Fonte: *Financial Statement and Budget Report*, March 1980.

L'esperimento durò dal giugno 1979 al marzo 1982. Durante questo periodo i tassi d'interesse a breve furono portati a livelli record e la politica fiscale fu orientata in senso fortemente restrittivo al fine di ricondurre la crescita di £M3 entro la sua fascia-obiettivo. Per quanto l'andamento di fondo di £M3 fosse occultato dai rapidi cambiamenti finanziari derivanti dall'abolizione dei controlli bancari, il forte apprezzamento del tasso di cambio nel periodo 1979-81 fa pensare che in effetti si era realizzata una notevole contrazione monetaria (Niehans, 1981). Contemporaneamente si ridussero l'occupazione e la produzione; i settori che registrarono le perdite più gravi furono l'edilizia e, all'interno della produzione manifatturiera, i beni esposti alla concorrenza internazionale ("tradeables"). Dopo un iniziale aumento, anche l'inflazione si ridusse a partire dal 1980 (cfr. Tabella 3).

Verso la fine del 1981, il Governo cominciò a orientare i suoi interventi sui tassi d'interesse secondo le esigenze del tasso di cambio, in precedenza lasciato fluttuare liberamente nel rispetto delle regole del monetarismo ortodosso.¹ Il conseguente "overshooting" della fascia fissata per £M3 venne sanzionato ufficialmente con una revisione verso l'alto di tutti gli obiettivi concernenti la MTFS per il 1982. «Si trattò, più che di spostare i pali della rete, di predisporre un nuovo campo» (Smith, *op. cit.*, p. 106). L'esperimento monetarista era di fatto terminato (Johnson, 1982; Fforde, 1982).

¹ La Banca d'Inghilterra aumentò i tassi d'interesse a breve, dapprima dal 12 al 14% nel settembre 1981, poi al 16% nell'ottobre 1981, con un tentativo concertato di arrestare le pressioni sulla sterlina e contravvenendo in pieno alla dichiarata politica del Governo di permettere una fluttuazione pura del tasso di cambio.

Il programma antinflazione del 1979-82 era stato basato, come si è detto, su una versione gradualista del monetarismo. Come molti economisti (ad es. Galbraith, 1980; Pratten, 1982; Miller, 1982; Artis e Bladen-Hovell, 1987) hanno osservato, i risultati di tale strategia dovrebbero rivelare informazioni interessanti sulla validità dei postulati su cui si basa il gradualismo monetarista. Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali (1980), «agli economisti e ai politici è stata offerta per una volta la possibilità di osservare un esperimento», opinione confermata da Tobin (Treasury and Civil Service Committee, 1981b) che definiva la MTFS «un esperimento molto interessante e... rischioso di politica macroeconomica» (p. 280).

Il monetarismo, perfino nella versione più ristretta del gradualismo, non è un blocco monolitico di pensiero: al pari del "keynesianismo" o del "marxismo" è una teoria variegata che presenta un gran numero di sottili varianti e sfumature. Vi sono tuttavia tre proposizioni fondamentali su cui tutti i "monetaristi" concordano (Mayer, 1978; Arestis e Riley, 1980; Purvis, 1980; Laidler, 1981):

- 1) l'offerta di moneta è un dato esogeno e può essere controllata dalle autorità;
- 2) la domanda di moneta è una funzione stabile di un piccolo numero di variabili chiave, fra le quali assume grande rilievo quella del reddito nominale;
- 3) il settore privato è intrinsecamente stabile e tende automaticamente verso un "tasso naturale" di disoccupazione e di produzione reale (in altre parole, una volta che le aspettative inflazionistiche si sono pienamente adattate ai mutamenti dell'economia reale, ogni aumento del reddito nominale al di sopra del tasso naturale di crescita del reddito reale si traduce in un aumento dei prezzi).

Nelle tre successive sezioni (III-V) verranno esaminati, alla luce di ciascuno di questi tre postulati, i risultati del periodo 1979-82 e le differenti interpretazioni datene da differenti gruppi di economisti.

III. Il controllo dell'offerta di moneta

La teoria monetarista è basata su due assunti fondamentali e interconnessi sulla natura della moneta. Il primo è che l'offerta di moneta è esogena rispetto alla domanda, così come l'offerta di auto-

mobili è, in senso analitico, distinta e separata dalla sua domanda. Il secondo è che le autorità possono, se vogliono, controllare il tasso a cui la nuova moneta è fornita all'economia.

Il primo assunto assicura che i detentori finali di moneta rispondono ad un aumento esogeno dell'offerta di moneta (ad esempio spendendola) in modo tale da far variare uno o più argomenti della loro funzione di domanda (ad esempio il reddito reale o il livello dei prezzi) aumentando così la domanda e ripristinando alla fine l'equilibrio. Il secondo assunto implica che le autorità hanno il dovere di usare il loro potere di controllo sull'erogazione di moneta per evitare le fluttuazioni del reddito reale e dei prezzi che altrimenti si verificherebbero (Mayer, 1978, p. 14).

La storia degli obiettivi monetari fissati per l'offerta di moneta nel Regno Unito sembra, a prima vista, gettare qualche dubbio sul secondo, e forse anche sul primo di questi assunti.

La tabella 1 presenta le fasce-obiettivo per £M3 in vigore in ciascuna fase del periodo 1976-87. È interessante notare come per i tre periodi-obiettivo dell'"esperimento monetarista" lo sconfinamento medio sia stato dell'8,3% rispetto ad un punto medio della fascia-obiettivo di appena l'8,7%, mentre i medesimi valori sono stati del 4,0% rispetto al 10,5% durante il governo laburista del 1974-79 e del 4,3% rispetto al 9,4% dopo il 1981-82. In altre parole, sebbene gli obiettivi fossero più restrittivi nel periodo 1979-82, il successo delle autorità nel conseguirli fu notevolmente inferiore (Healey, 1987).

TABELLA 1

FASCE-OBIETTIVO PER £M3 E RISULTATI RAGGIUNTI

Periodo	Fascia-obiettivo	Risultato	Sconfinamento rispetto al punto centrale della fascia-obiettivo
4.76 - 4.77	9-13%	17,7%	+6,7%
4.77 - 4.78	9-13%	16,0%	+5,0%
4.78 - 4.79	8-12%	10,9%	+0,9%
10.78 - 10.79	8-12%	13,3%	+3,3%
6.79 - 4.80	7-11%	10,3%	+1,3%
6.79 - 10.80	7-11%	17,8%	+8,8%
2.80 - 4.81	7-11%	18,5%	+9,5%
2.81 - 4.82	6-10%	14,5%	+6,5%
2.82 - 4.83	8-12%	11,0%	+1,0%
2.83 - 4.84	7-11%	9,7%	+0,7%
2.84 - 4.85	6-10%	12,2%	+4,2%
2.85 - 4.86*	5-9%	16,6%	+9,6%
2.86 - 4.87	11-15%	18,4%	+6,0%

Fonti: *Financial Statement and Budget Reports; Bank of England Quarterly Bulletin.*
* La fascia-obiettivo fu temporaneamente sospesa nell'ottobre 1985.

Dai dati della tabella possono trarsi tre diverse conclusioni. Secondo la prima — sostenuta soprattutto dai monetaristi — nonostante la retorica del Governo, la Banca d'Inghilterra si sarebbe astenuta dall'usare in modo adeguato il suo potere di controllo sull'offerta di moneta. Per la seconda, attualmente sostenuta da molti, la recente accelerazione del processo di innovazione finanziaria e globalizzazione dei mercati avrebbe reso tecnicamente impossibile alla Banca Centrale di individuare e controllare la crescita della "moneta". Secondo la terza interpretazione, sostenuta da tempo da molti keynesiani ortodossi, l'offerta e la domanda di moneta non sono fenomeni indipendenti; piuttosto, in un'economia basata sul credito, l'offerta di moneta è essenzialmente determinata dalla domanda; pertanto, l'inadeguato controllo dell'offerta di moneta da parte delle autorità sarebbe semplicemente il riflesso della loro incapacità di influire direttamente sui fattori della domanda di moneta.

III.1. La Banca d'Inghilterra fu davvero "monetarista"?

L'essenza di questa domanda-accusa è che la Banca d'Inghilterra, pur conformandosi apparentemente a una norma monetaria, rifiutò di adattare ad essa le tecniche di controllo monetario a sua disposizione. Brunner, ad esempio, ha sostenuto che, nonostante le enunciazioni contrarie, la «strategia e la tattica [della banca] rimasero ben lontane dalle idee monetariste» (Brunner, 1983, pag. 53). E secondo Friedman:

«Ovunque nel mondo le banche centrali hanno auspicato a parole il controllo degli aggregati monetari annunciando obiettivi di crescita monetaria. Ma ben poche hanno modificato le loro politiche per adattarle alle professioni di fede fatte... Il Regno Unito costituisce... un ottimo esempio» (Treasury and Civil Service Committee, 1980a, p. 57).

Uno dei principali oggetti di critica è il metodo tradizionalmente seguito dalla Banca d'Inghilterra per controllare la crescita monetaria. In linea di principio, quest'ultima può essere influenzata agendo o sulla domanda di credito bancario (che crea nuovi depositi), oppure direttamente sull'offerta di credito bancario, nel senso di limitare la capacità delle banche di soddisfare ogni dato livello di domanda.

Nel Regno Unito si è sempre data la preferenza al primo metodo.

Il rapporto esistente fra la crescita monetaria (in senso lato) e la domanda di credito bancario può essere espresso in vari modi:

aumento dell'offerta di moneta = aumento del credito bancario in £ al settore pubblico
+
aumento del credito bancario in £ ai settori privato ed estero

oppure:

aumento dell'offerta di moneta = fabbisogno finanziario del settore pubblico (PSBR)
-
vendite nette di debito del settore pubblico ai settori privato non bancario ed estero
-
vendite nette di riserve valutarie (cioè acquisti di £ sul mercato aperto da parte del settore pubblico)
+
aumento del credito bancario in £ ai settori privato ed estero.

Attraverso la sua politica dei tassi d'interesse, la Banca d'Inghilterra può influire direttamente sia sul volume delle vendite del debito del settore pubblico (ad es. sul mercato dei titoli di prim'ordine), sia sulla domanda di credito bancario dei settori privato ed estero. Essa opera anche, per conto del Governo, sui mercati valutari, cosicché, posto un determinato obiettivo per il tasso di cambio, la dimensione delle operazioni di mercato aperto dipenderà in modo cruciale dai tassi di interesse interni. È pertanto evidente che esiste una complessa interrelazione fra il tasso di crescita monetaria, l'entità del PSBR, i livelli dei tassi d'interesse e del tasso di cambio del Regno Unito.

Secondo la logica della MTFPS, il tasso di crescita monetaria e l'ammontare del PSBR dovevano essere prefissati (cfr. Tabella 1). La Banca d'Inghilterra doveva quindi adattare i tassi d'interesse al livello necessario al conseguimento dell'obiettivo monetario, astenendosi da qualsiasi manipolazione del tasso di cambio, e lasciando al contrario che questo trovasse il proprio livello sul mercato. Gli obiettivi per il PSBR

venivano fissati in modo da non rendere necessario un eccessivo aumento dei tassi d'interesse; tuttavia, nel caso in cui il PSBR avesse raggiunto proporzioni maggiori del previsto, l'assunto era che sarebbero stati i tassi di interesse a risentirne, e che l'impegno all'obiettivo monetario doveva avere assoluta priorità. Per citare una fonte governativa:

«Per assicurare una progressiva riduzione della crescita monetaria... potrà esser necessario modificare la politica secondo linee non riflesse nelle proiezioni [della MTFPS]. A tal fine il Governo potrà scegliere fra varie misure, fra cui variazioni dei tassi d'interesse, delle imposte, della spesa pubblica; *ma non potrà in alcun modo discostarsi dalla politica relativa all'offerta di moneta, indispensabile al successo di qualsiasi strategia antinflazionistica*» (*Financial Statement and Budget*, March 1980, p. 19, corsivo aggiunto).

La Banca d'Inghilterra attua la sua politica dei tassi d'interesse fornendo passivamente le riserve necessarie alle banche per sostenere il volume crescente dei loro impieghi e depositi, ma ad un tasso di interesse di sua scelta.² Agli esordi dell'esperimento monetarista, molti monetaristi del Regno Unito, in particolare Brian Griffiths, Roy Batchelor e Allan Meltzer, furono fortemente critici nei confronti delle procedure seguite per attuare il controllo monetario, sostenendo che esse erano tecnicamente insufficienti e che pertanto la dichiarata preferenza della Banca Centrale per il mantenimento dello *status quo*³ era di cattivo augurio per il monetarismo. Friedman espresse un giudizio particolarmente duro in proposito. Nel commentare il *Green Paper* pubblicato dalla Banca d'Inghilterra per promuovere la discussione sulle tecniche di controllo monetario, scriveva:

«Stentai a credere ai miei occhi nel leggere... "Il principale strumento di controllo della crescita dell'offerta di moneta devono essere la politica fiscale — nel senso di politica della spesa pubblica e politica tributaria — e i tassi di interesse". Interpretata alla lettera, questa frase è errata. Solo un Rip van Winkle, cioè solo qualcuno che abbia totalmente ignorato la massa di letteratura degli ultimi dieci anni e oltre sul processo monetario, l'avrebbe potuta scrivere» (*Treasury and Civil Service Committee, op. cit.*, p. 57).

² "Intervention Rate", precedentemente "Minimum Lending Rate" (pre-1981) e "Bank Rate" (pre-1972).

³ Cfr. BANK OF ENGLAND (1984), pp. 129-149, per una discussione sul funzionamento di un sistema di controllo della base monetaria e il parere della Banca sulla possibilità di realizzarlo.

Il procedimento alternativo favorito dai monetaristi è il controllo della base monetaria. Ciò implica un rigido controllo del volume delle riserve fornite alle banche e, attraverso il meccanismo del moltiplicatore del credito, del volume totale di nuovo credito che il sistema bancario può creare. Con tale metodo, si sostiene, piuttosto che "aggiustare" — con un misto di interventi azzeccati e sbagliati — i tassi d'interesse nel tentativo di conseguire l'obiettivo monetario, questo viene garantito e i tassi d'interesse sono semplicemente il meccanismo attraverso il quale il mercato raziona il credito disponibile fra i clienti dei settori pubblico, privato ed estero. In altre parole, l'offerta di credito bancario è controllata alla fonte e la Banca non deve "cercare di indovinare" quale sia il livello dei tassi d'interesse che assicuri una massa monetaria corrispondente all'obiettivo prefissato. Per citare Friedman:

«Cercare di controllare l'offerta di moneta mediante "la politica fiscale... e i tassi d'interesse" è... in linea di principio... possibile... ma in pratica un metodo inefficiente. È molto più facile controllare... l'offerta di moneta controllando la base monetaria [cioè le riserve] a disposizione delle banche e di altri» (Treasury and Civil Service Committee, *op. cit.*, p. 58).

I monetaristi ritengono pertanto che la Banca scelse deliberatamente di non passare al sistema di controllo monetario che avrebbe assicurato la realizzazione degli obiettivi fissati dalla MTFPS del Governo. Essa si attenne invece al suo tradizionale "Heath Robinson system" (Congdon, 1982, p. 96) consistente nell'influenzare indirettamente la crescita monetaria mediante variazioni dei tassi di interesse a breve. Numerose sono state le ragioni proposte per questo atteggiamento intransigente: l'innato spirito conservatore della Banca d'Inghilterra; il potenziale conflitto fra il ruolo storico della Banca di "prestatore d'ultima istanza" e il controllo della base monetaria (Walters, 1986, p. 121); la ripugnanza burocratica all'imposizione di obiettivi; la maggiore flessibilità consentita dal *modus operandi* già in essere. Per quanto riguarda quest'ultimo punto, va notato come la Banca abbia ripetutamente sottovalutato l'importanza degli obiettivi £M3 durante tutto il periodo, in netto contrasto con la tesi del Governo.

Molti monetaristi, tuttavia, al di là di queste motivazioni, vedono nel rifiuto della Banca Centrale ad adottare una politica di controllo della base monetaria il sintomo di una radicata ostilità al monetarismo. Questo punto di vista non manca di qualche base di fatto. Sir Gordon

Richardson, Governatore della Banca d'Inghilterra negli anni 1973-83, in più occasioni espresse apertamente il suo scetticismo sulla possibilità che i soli obiettivi monetari fossero in grado di assicurare una crescita economica non inflazionistica.⁴

È risaputo che nel periodo 1979-82 le relazioni fra Governo e Banca Centrale furono molto tese, preoccupato il primo del persistente sconfinamento degli obiettivi monetari e allarmata la seconda per le conseguenze degli aumenti dei tassi d'interesse sul tasso di cambio (Riddell, 1983; Keegan, 1984). I monetaristi lamentano che, mantenendo il controllo sui tassi d'interesse, la Banca poté impedire che questi salissero al livello necessario per ricondurre sotto controllo £M3. Essi criticano inoltre i tentativi della Banca di contenere il tasso di cambio mediante vendite di sterline sul mercato aperto. Il ricorso a tali interventi era stato esplicitamente respinto dal Governo, e causò ulteriori tensioni fra il Primo Ministro ed il Governatore della Banca.

TABELLA 2

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Tassi di interesse a breve termine	16,5	13,6	15,4	10,0	9,0	9,3	11,5	10,9
Tasso di cambio (\$)	2,12	2,33	2,03	1,75	1,52	1,34	1,30	1,47

Fonte: Bank of England Quarterly Bulletin.

III.2. L'innovazione finanziaria rende impossibile il controllo monetario?

L'interpretazione sostenuta dalla Banca d'Inghilterra va considerata anche in rapporto agli sviluppi dell'innovazione finanziaria. In teoria le banche possono essere analizzate con gli stessi strumenti microeconomici impiegati per le imprese industriali. La loro attività (e quella di tutti gli altri intermediari finanziari) è l'acquisto e la vendita di denaro rispettivamente nella forma di depositi e prestiti, con un profitto derivante dal "mark-up". La "legge dei grandi numeri" consente alle

⁴ «Questo senso di delusione nei confronti di una politica di gestione della domanda è giustificato fino a un certo punto, ma può essere spinto troppo oltre. Rinunciare totalmente alla gestione della domanda significherebbe avere una tenace fede nelle capacità di auto-correzione del settore privato dell'economia, per le quali non vi sono prove particolarmente evidenti... Si deve riconoscere che la colpa dell'inflazione non può essere addossata a nessuna causa unica, ma piuttosto a una molteplicità di pressioni politiche ed economiche» (BANK OF ENGLAND, *op. cit.*, pp. 53-54).

banche un "pool" di rischi su entrambi i lati del loro bilancio. In ogni dato periodo è molto probabile che solo una piccola percentuale dei depositi venga ritirata e una piccola percentuale dei prestiti "passata a perdite". Le banche possono quindi indebitarsi a breve e prestare a lungo termine (Lewis, 1987).

Al pari delle imprese industriali, le banche cercano di massimizzare i loro profitti, nel rispetto però di vari vincoli. Alcuni vincoli sono d'origine esterna (in particolare, le restrizioni legislative dell'ambito dell'attività bancaria), altri sono di origine interna, come ad esempio gli indici prudenziali di liquidità e la disponibilità di riserve di capitali. Questi vincoli alla massimizzazione del profitto possono essere allentati grazie all'innovazione finanziaria, cioè con la diversificazione in nuovi mercati e l'introduzione di nuovi prodotti finanziari (Silber, 1975, 1983; Aktar, 1983; Podolski, 1985). Le analogie con il settore industriale sono così strette che si è parlato di "ingegneria finanziaria" (Podolski, 1987).

Dopo il 1979 si sono venuti affermando tre principali sviluppi nel campo dell'innovazione finanziaria (Banca dei Regolamenti Internazionali, 1986). Il primo è la cosiddetta "trasformazione in titoli", mediante la quale prestiti bancari vengono "parcellizzati" in "pacchetti" che possono essere oggetto di transazione sul mercato secondario. In tal modo la proprietà di queste attività viene trasferita dalle banche nazionali, sottoposte al controllo della Banca d'Inghilterra, a istituti "offshore" che sfuggono a tale controllo. Il secondo sviluppo è l'importanza crescente assunta dalle attività "fuori bilancio", cioè dalle operazioni bancarie che non comportano l'assunzione di depositi e la registrazione di attività, ma che pur sempre soddisfano esigenze della clientela; per esempio, *swaps* e opzioni in valuta e in tassi d'interesse, contratti a termine sui tassi, linee di credito in appoggio all'emissione di certificati di credito ("NIFs"). Il terzo sviluppo è il crescente processo di globalizzazione, o integrazione, dei mercati finanziari, con il risultato che sia l'offerta sia la domanda di credito possono facilmente spostarsi da un centro internazionale all'altro.

Tali mutamenti hanno effetti molto importanti per la gestione della politica monetaria. Secondo Lucas (1976), è probabile che ne vengano seriamente perturbate funzioni di domanda di aggregati monetari prima caratterizzate da stabilità (problema su cui torneremo). Dal lato dell'offerta, l'innovazione finanziaria può rendere del tutto inefficaci i controlli diretti su certe attività, dal momento che ora le banche possono seguire nuove vie per raggiungere gli stessi scopi. Confermando la "legge di Goodhart", secondo la quale «qualsiasi regolarità statistica tende a sparire ogni qual volta sia sottoposta a pressione per fini di controllo»

(Goodhart, 1984, p. 96), le recenti innovazioni hanno fortemente accelerato la velocità alla quale i controlli diretti possono essere aggirati dal sistema bancario. Ad esempio, verso la fine degli anni settanta si era fatto sempre più chiaro come una di tali innovazioni — il "bill leak" — avesse seriamente compromesso l'efficacia del "corset", forma di controllo diretto sulle banche del Regno Unito (Bank of England, 1984, pp. 117-127). Con l'abolizione della regolamentazione dei cambi nell'ottobre 1979 divenne evidente che controlli di quel tipo potevano ora essere elusi completamente mediante la disintermediazione "offshore" (Bank of England, *op. cit.*, p. 69). La decisione di abolire tutti i controlli finanziari diretti e di ritornare a quelli indiretti della politica fiscale e dei tassi d'interesse corrispondeva quindi non solo a un impegno ideologico del Governo, ma anche alla convenienza pratica della Banca d'Inghilterra.

I problemi di controllo monetario emersi subito dopo la deregolamentazione sono noti. L'eliminazione di quasi tutti i vincoli esterni sulle banche in un momento in cui l'ingegneria finanziaria, sulla spinta della tecnologia, stava già muovendosi verso una nuova era, rese pressoché impossibile l'interpretazione dell'impennata dell'espansione monetaria che seguì (un certo grado di "reintermediazione" era previsto, ma le cifre precise non potevano essere conosciute in anticipo). Più significativa nel tempo è stata però la crescente importanza delle attività fuori bilancio, e in particolare di quelle di copertura di rischi dipendenti dai rialzi dei tassi d'interesse, e la crescente internazionalizzazione dei mercati finanziari. Disponendo la Banca d'Inghilterra soltanto della politica dei tassi d'interesse a breve come possibile strumento sostitutivo dei controlli diretti, è difficile giudicare se essa sia ancora in grado di esercitare un'influenza efficace su flussi finanziari che divengono sempre più "apolidi" ed estranei al sistema bancario del paese.

III.3. L'offerta di moneta è esogena?

Come si è rilevato, la teoria monetarista ha un cardine nell'ipotesi che il processo che determina l'offerta di moneta sia esogeno rispetto ai fattori che ne influenzano la domanda. Pertanto una crescita monetaria in eccesso rispetto a quella dell'economia reale può essere vista come uno "shock" di natura esogena per l'economia che provoca un temporaneo squilibrio sul mercato monetario, in quanto gli operatori economici si trovano a disporre di saldi monetari reali in eccesso. Friedman, ad

esempio, è spesso ricorso, per dar risalto al carattere esogeno del processo di offerta di moneta, all'immagine di un elicottero che distribuisce banconote fresche di stampa. Le variazioni del reddito nominale e, in ultima analisi, dei prezzi, che seguono a un aumento dell'offerta di moneta, sono il risultato dei tentativi degli operatori economici di ripristinare l'equilibrio di portafoglio, acquistando, con i saldi in eccesso, beni reali o attività finanziarie.

Molti economisti rifiutano da tempo questa interpretazione (cfr. Kaldor, 1970). Come nota Davidson: «... nella realtà la moneta non viene creata come manna dal cielo di un mondo alla Patinkin o distribuita da un elicottero come nell'immagine di Friedman» (1972, p. 107). Non vi sono pertanto, *a priori*, motivi per cui si debba interpretare la correlazione statistica osservata fra variazioni nell'offerta di moneta e variazioni del reddito reale come prova che siano le prime ad originare le seconde. Anzi, gli economisti "keynesiani" hanno di solito sostenuto che il nesso di causalità debba intendersi esattamente in senso opposto rispetto a quello postulato dai monetaristi. Per citare Kaldor:

«In regime di "moneta creditizia" [in contrapposizione alla moneta merce, per es. l'oro] somme di moneta indesiderata o in eccesso *non potrebbero mai venire in vita*; è l'aumento nel valore delle transazioni [reddito nominale] — sia esso dovuto a un aumento dei costi, o del volume della produzione, oppure di entrambi — a determinare un aumento dell'"offerta di moneta"» (Treasury and Civil Service Committee, *op. cit.*, p. 90, corsivo nell'originale).

Avendo presente l'identità dell'offerta di moneta espressa in termini di PSBR (v. sopra), è facile vedere come ciò avvenga. Si supponga che i settori privato ed estero si trovino a disporre di saldi monetari insufficienti in seguito all'aumento del reddito nominale. Potranno allora ricorrere all'indebitamento bancario oppure convertire in sterline attività in valuta, il che potrà costringere le autorità ad effettuare vendite (di mercato aperto) di sterline sul mercato dei cambi. Una terza soluzione consiste nel ridurre gli acquisti netti di debito pubblico, sia contraendo i nuovi acquisti, sia lasciando rimborsare titoli in essere. Tutti e tre i meccanismi di aggiustamento fanno aumentare l'offerta di moneta; ossia la rendono endogena al sistema, cosicché essa si adatta passivamente alle variazioni nel reddito nominale, piuttosto che esogena, cioè causa essa stessa di dette variazioni.

Secondo questa interpretazione, l'offerta di moneta è essenzialmente determinata dalla domanda; controllare la prima è pertanto non solo inutile, ma quasi impossibile. Nella misura in cui le autorità possono

esercitare una certa influenza sul suo ritmo di crescita, ciò avviene perché i due principali strumenti di politica monetaria — tassi d'interesse e politica fiscale — influenzano direttamente il reddito nominale. Una deflazione dell'economia attraverso elevati tassi d'interesse e un aggravio della pressione tributaria possono quindi riuscire a contrarre la crescita monetaria, ma ciò solo perché la domanda di moneta è stata ridotta dalla flessione del reddito nominale.⁵

La tabella 3 mostra la netta deflazione che segnalò l'avvio dell'esperimento monetarista del 1979-82. È chiaro che la politica fiscale, depurata vuoi dalla stagionalità⁶ vuoi dall'inflazione,⁷ divenne

TABELLA 3

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Disavanzo delle Amministrazioni Pubbliche (in inglese = GGD) come % PIL	-3,2	-3,8	-3,1	-2,4	-3,3	-3,1
GGD depurato dai fattori ciclici come % PIL (1979 = 0)	0,0	1,1	4,0	5,4	4,3	4,2
GGD depurato dall'inflazione come % PIL	4,2	6,3	4,6	2,4	-0,9	-0,7
Inflazione (in inglese = RPI %)	13,4	18,0	11,9	8,6	4,6	4,9
Aumento del PIL in termini nominali (%)	15,6	15,9	10,6	10,2	8,0	6,3
Aumento di £M3 (%)	13,4	18,8	13,4	9,3	10,4	9,7
Aumento del PIL in termini reali	2,2	-2,1	-1,3	1,6	3,4	1,4
Disoccupazione (%) (esclusi i diplomati in cerca di primo impiego)	4,8	6,1	9,5	11,0	12,1	12,6

Fonti: *Economic Trends*, NEUBERGER (1985), Tabella 1, p. 17.

⁵ «Questi strumenti [di politica monetaria] operano non sull'offerta, ma sulla domanda di moneta del pubblico e sul suo desiderio di detenere attività in forma monetaria, con un'azione sia diretta, modificando la propensione del pubblico a detenere depositi bancari con preferenza rispetto ad altre attività finanziarie, sia indiretta, influenzando sul livello della spesa in consumi e investimenti e, attraverso questi ultimi, sulle variazioni dei redditi monetari e quindi sulla propensione a detenere disponibilità in contante e depositi bancari a scopo di transazione» (TREASURY AND CIVIL SERVICE COMMITTEE, *op. cit.*, p. 91, corsivo nell'originale).

⁶ Il disavanzo depurato dalle oscillazioni cicliche, o strutturale, è semplicemente il disavanzo che si formerebbe dati i piani di spesa governativi e le aliquote fiscali, ecc., in un certo punto del ciclo economico (di solito "di pieno impiego"). Esso misura pertanto deliberate variazioni nella condotta della politica fiscale, facendo astrazione da quelle che sorgono naturalmente come conseguenza di variazioni nell'occupazione, nella produzione e nell'inflazione.

⁷ Il disavanzo depurato dall'inflazione è quello che risulta al netto della "tassa-inflazione", al netto cioè del calo nel valore reale del debito in essere del settore pubblico dovuto all'inflazione. Esso misura quindi le variazioni nell'indebitamento reale del settore pubblico. Nella misura in cui il settore privato tende a mantenere invariato il valore reale dei suoi risparmi, un calo nel disavanzo depurato dall'inflazione può innescare un aumento nel saggio di risparmio, implicando pertanto un'impostazione più deflazionistica della politica fiscale.

estremamente restrittiva fino a presentare, al punto più basso della recessione, un avanzo strutturale addirittura del 5-6%. Contemporaneamente l'inflazione accelerava nettamente in seguito ai forti aumenti salariali concessi durante lo smantellamento della politica dei redditi del precedente governo laburista e al secondo aumento dei prezzi del petrolio. Di conseguenza, il reddito nominale continuò a crescere fortemente, nonostante la flessione nella produzione reale e nella occupazione, e si ebbe un aumento di £M3. Solo più tardi, allorché gli effetti deflazionistici cominciarono a farsi sentire sulle contrattazioni salariali e la recessione mondiale ridusse i prezzi delle importazioni, la crescita del reddito nominale, e quindi di £M3, cominciò ad attenuarsi.

IV. La stabilità della domanda di moneta

Una funzione della domanda di moneta stabile, congiuntamente ad un'offerta di moneta di origine esogena, è alla base del postulato monetarista dell'esistenza di un nesso causale che pone le variazioni dell'offerta di moneta all'origine delle variazioni nel reddito nominale. Una funzione della domanda di moneta stabile «assicura che alcuni, se non tutti, i fattori [fra cui il reddito nominale è il più importante] che determinano la domanda di moneta reagiranno sistematicamente a una variazione nell'offerta di moneta» (Treasury and Civil Service Committee, *op. cit.*, pag. 58).

Lo stesso concetto si può esprimere dicendo che la velocità di circolazione del reddito (reddito nominale/offerta di moneta) è stabile e prevedibile nel tempo, ossia riformulando la nota identità dell'equazione della teoria quantitativa:

$$M_s V = PY$$

(cioè, offerta di moneta x velocità di circolazione del reddito = livello dei prezzi x prodotto reale = reddito nominale).

$$\text{In equilibrio, } M_s = M_d \\ \therefore M_d = 1/V (PY)$$

(cioè, domanda di moneta = inverso della velocità di circolazione del reddito x reddito nominale).

Se la domanda di moneta è, fra l'altro, funzione stabile del reddito nominale, ne consegue che la velocità di circolazione del reddito

osservata dovrebbe presentare un ragionevole grado di stabilità (cfr. Tabella 4).

TABELLA 4

VELOCITÀ DI CIRCOLAZIONE DI £M3

	Gen.-Mar.	Apr.-Giù.	Lug.-Set.	Ott.-Dic.
1979		3,77	3,90	3,90
1980	3,92	3,91	3,82	3,76
1981	3,71	3,65	3,57	3,57
1982	3,23	3,23	3,21	3,24
1983	3,29	3,12	3,19	3,17
1984	3,16	3,10	3,10	3,10
1985	3,06	3,01	2,94	2,94
1986	2,81	2,76	2,75	

Fonte: Bank of England Quarterly Bulletin.

Il sorprendente calo della velocità di circolazione di £M3 (rispetto al reddito) è, secondo alcuni, un duro colpo a questo principio fondamentale della teoria monetarista. In effetti esso fornisce, *prima facie*, la prova di una intrinseca instabilità della funzione della domanda di moneta, conclusione confermata dalla maggior parte degli studi più recenti. Seguendo Grice e Bennett (1981) che nella storia degli studi empirici sulla domanda di moneta hanno distinto tre fasi — gli "anni della speranza" (1966-71), gli "anni della disperazione" (1972-78) e gli "anni della 'Hendrificazione'" (1979-80) —, Taylor (1987) ha definito il periodo più recente come gli "anni dell'incertezza" (1981-87).

Sono state fornite, naturalmente, interpretazioni contrastanti dei fatti. In generale, il campo è diviso fra coloro che considerano la funzione della domanda di moneta come intrinsecamente stabile e che hanno pertanto cercato spiegazioni della sua apparente flessione dopo il 1980, e coloro che vedono nel suo andamento da dopo il 1980 un'ulteriore conferma della radicata variabilità della domanda di moneta.

IV.1. La domanda di moneta è stabile?

È importante notare come la teoria monetarista non postuli una velocità di circolazione costante, irrevocabilmente fissa, e neppure che essa resti invariata sotto l'effetto degli impulsi monetari. Per citare Friedman:

«... l'effetto iniziale di una variazione nella crescita monetaria è un movimento di segno contrario nella velocità seguito da variazioni nella crescita della spesa... il movimento iniziale nella velocità è fuorviante poiché riflette semplicemente i ritardi della reazione» (Treasury and Civil Service Committee, *op. cit.* pag. 59).

Versioni moderne del monetarismo hanno cercato di accogliere un importante nuovo sviluppo nella teoria monetaria, l'approccio delle "scorte cuscinetto" o della "moneta di squilibrio". Nella veste monetarista, questo approccio⁸ amplia la nozione di Friedman dei "ritardi di reazione". In sintesi si sostiene che, di fronte a un brusco e imprevisto aumento dell'offerta di moneta, gli operatori economici non hanno altra scelta, in una economia monetaria, che quella di assorbire nel loro portafoglio i saldi in eccesso, in attesa di decidere come meglio ridistribuire le loro attività; la moneta funge cioè da "ammortizzatore" o "cuscinetto", isolando temporaneamente l'economia reale dalle perturbazioni nel settore finanziario. Nei primi anni settanta, per esempio, quando ci fu un'impennata della crescita monetaria ancora maggiore di quella registrata negli anni ottanta, il *trend* ascendente che la velocità di circolazione di £M3 aveva a lungo presentato, si invertì per parecchi anni, dopo di che ricominciò gradualmente a salire, ritornando poi, al termine degli anni settanta, al *trend* precedente e portando con sé le relative pressioni inflazionistiche.

Come osserva Laidler (1984):

«... disponiamo ora di un chiaro punto di partenza per spiegare perché... le funzioni della domanda a breve abbiano avuto meno successo negli ultimi anni. È risaputo che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è complesso e soggetto a ritardi lunghi e variabili; eppure, nel caso di studi a una sola equazione della "domanda di moneta", l'approccio impostato sul principio delle scorte-cuscinetto implica che il meccanismo funziona in base ad un parametro costante. C'è da sorprendersi se tale procedura si è dimostrata abbastanza soddisfacente quando si tratta di periodi di tranquillità monetaria, ma si è rivelata inadeguata di fronte a un andamento instabile dell'offerta di moneta?» (p. 29).

⁸ Molti sostenitori non monetaristi della teoria delle "scorte cuscinetto", ad es. Tobin e, ultimamente, la Banca d'Inghilterra, sostengono che le imprevedibili variazioni nelle scelte di portafoglio che seguono a "shocks" nell'offerta di moneta forniscono forti argomenti contro l'adozione di norme monetarie (ad esempio, un obiettivo di crescita monetaria del 5% oggi potrebbe essere travolto dal disgelo del "ghiacciaio di liquidità" costituitosi all'inizio degli anni ottanta). Essi auspicano quindi, in contrapposizione ai monetaristi, una maggiore discrezionalità in politica monetaria.

Per illustrare questo punto, si consideri la relazione intercorrente fra la produzione di un'industria, le sue scorte e le vendite. In un periodo di "tranquillità" vi sarà una tendenza verso una relazione diretta fra queste tre voci, con una produzione uguale alle vendite e le scorte più o meno costanti. Se nel sistema si introduce una perturbazione, per esempio uno sciopero che riduce temporaneamente la produzione, questa relazione cambierà nettamente: la produzione e le scorte diminuiranno, ma le vendite resteranno invariate. In altre parole le scorte dell'industria fungono da cuscinetto fra la sua produzione e le sue vendite, assorbendo le perturbazioni esterne e impedendo che i disturbi della produzione sconvolgano le vendite. Se i saldi monetari svolgono la stessa funzione, sarà facile trovare semplici equazioni statistiche che colleghino l'offerta di moneta al reddito nominale in periodi di "tranquillità monetaria", quando l'elemento cuscinetto (stabile) sarà "inserito in un parametro costante" senza alterare l'equazione. Ma la stessa equazione non sarà più valida in periodi di instabilità monetaria perché incapace di tener conto esplicitamente dell'elemento cuscinetto.⁹

Un'altra difesa del monetarismo parte dallo stesso presupposto fondamentale secondo cui la funzione di base è stabile, ma cerca di spiegare l'apparente flessione della funzione della domanda di moneta in termini di deficienze in precedenti studi empirici piuttosto che nei fondamenti stessi della teoria monetarista. In sostanza, questa interpretazione ritiene che in passato le equazioni (di cui sopra) siano state specificate in modo errato, e sarebbero stati appunto i recenti sviluppi monetari a rivelare i loro difetti.

L'equazione fondamentale dell'analisi classica della domanda di moneta è:

$$M_{dt} = a + bPY_t + cr_t$$

(PY = reddito nominale; r = tasso d'interesse delle attività finanziarie diverse dalla moneta, ad es. tasso d'interesse a lungo termine).

Possiamo rendere più sofisticata questa equazione base inserendovi le variabili diverse dai tassi d'interesse sotto forma di logaritmi, introducendovi strutture differite ed incorporandovi altre variabili esplicative (ad es., ricchezza finanziaria, differenti tassi d'interesse, ecc.). Vari studi recenti indicherebbero però che l'insuccesso di questo

⁹ Per citare Laidler: «... l'apparente fragilità della funzione della domanda di moneta non deriva da problemi intrinseci a tale relazione, ma è piuttosto un prodotto statistico generato da inadeguati modelli del meccanismo di trasmissione» (LAIDLER, *op. cit.*, p. 29).

approccio a spiegare il comportamento della moneta negli anni ottanta dipende dalla diffusa omissione di alcune variabili chiave la cui importanza sarebbe di recente aumentata.

Una di queste variabili è il tasso d'inflazione. Molti studi presuppongono che introducendo [nell'equazione] i tassi d'interesse nominali, l'effetto Fisher (ossia, tassi d'interesse nominali = tassi d'interesse reali + inflazione attesa) permetterebbe di "catturare" indirettamente gli effetti dell'inflazione. Questa ipotesi può risultare infondata quando i tassi d'interesse nominali siano vischiosi per ragioni istituzionali. Secondo un recente studio di due noti monetaristi britannici, Buddy e Holly (1986), la validità delle equazioni sarebbe migliorata inserendovi esplicitamente il tasso d'inflazione. Sia Buitter che Miller hanno rilevato in lavori separati (1982) che l'esistenza di forti effetti inflazionistici nella domanda di moneta potrebbe spiegare il deliberato mantenimento di una massa monetaria accresciuta dopo il netto calo dell'inflazione a partire dal 1980.

Un'altra variabile chiave largamente ignorata in studi precedenti è il cosiddetto "saggio di rendimento proprio" della moneta. In un mondo in cui la moneta è in genere infruttifera (ad es., banconote, monete e conti correnti ad interesse zero), il tasso d'interesse sulle attività finanziarie alternative (ad. es., il tasso d'interesse a lungo termine sui titoli di Stato) serve come utile sostituto per definire il costo-opportunità della detenzione di moneta. Uno degli effetti più importanti dell'innovazione finanziaria è stato quello di offuscare la distinzione fra moneta e non moneta, rendendo fruttifere alcune forme di moneta (ad es. i depositi in conto corrente) e più liquide alcune forme fruttifere di non moneta (ad es. i depositi delle *building societies*); poiché è presumibilmente il differenziale fra i saggi di rendimento della moneta e della non moneta a influenzare la domanda di moneta, introdurre nell'equazione una stima del tasso di rendimento proprio della moneta sarebbe un mezzo per tener conto di questi mutamenti. Taylor (1987), per esempio, osserva che:

«... gli effetti dell'innovazione finanziaria (agenti attraverso il costo-opportunità di detenere moneta) e gli effetti dell'inflazione influenzano entrambi fortemente la domanda di moneta in senso lato sia a breve sia a lungo termine... se [questi fattori] sono tenuti in debito conto, le prove della stabilità della domanda di moneta in senso lato sono almeno altrettanto forti di quelle tendenti a dimostrare il contrario» (Taylor, *op. cit.*, p. 237).

Anche Hendry (1985) ha esaminato l'effetto dell'innovazione finanziaria sulla domanda di moneta, giungendo alla conclusione che «i modelli relativi alla domanda di moneta sono utili [solo] ove si ritenga o si sappia che l'innovazione finanziaria non avrà luogo; oppure se le innovazioni avvengono, ma se ne possono prevedere gli effetti quantitativi». Dal momento che l'innovazione finanziaria è notoriamente imprevedibile, questa linea di difesa monetarista equivale a dire che la domanda di moneta è stabile in ogni momento, ma è funzione di variabili instabili e imprevedibili.

IV.2. *La domanda di moneta è intrinsecamente instabile?*

Una delle caratteristiche veramente rivoluzionarie della teoria keynesiana è l'aver trasferito la scienza economica da un mondo neoclassico di perfetta certezza in un mondo caratterizzato dall'incertezza. Il concetto di "incertezza", a differenza di quello di rischio, implica l'impossibilità di predire il futuro con una probabilità matematica, rendendo quindi necessariamente soggettive e variabili le aspettative per il futuro. Keynes cercò di costruire una teoria della produzione e dell'occupazione capace di «analizzare l'andamento economico del presente sotto l'influenza di idee mutevoli circa il futuro» (Keynes, 1936, p. vii).

In un mondo in continua evoluzione, tali aspettative, formate in modo soggettivo sulla base di un'informazione imperfetta, tenderanno quindi a essere molto variabili. Per citare Keynes: «...le opinioni... sono esse stesse soggette ad ampie fluttuazioni... [a causa] della fragilità della base di conoscenze da cui dipendono» (Keynes, 1937, p. 217). In un mondo siffatto, la moneta svolge un ruolo fondamentale nel funzionamento dell'economia. Essa fornisce un «riparo temporaneo al potere d'acquisto potenziale» (Friedman, 1968b, p. 186) permettendo così di frazionare e distribuire nel tempo quelle che altrimenti sarebbero necessariamente operazioni simultanee di baratto; pertanto «la moneta, nei suoi attributi significativi, è soprattutto un'astuta invenzione per collegare il presente al futuro» (Keynes, *op. cit.*, p. 294). Come ha osservato Davidson: «In assenza di incertezza, nella teoria neoclassica non vi era posto, nella definizione della moneta, per la funzione di riserva di valore; in un mondo neoclassico la moneta non avrebbe avuto un ruolo più importante delle noccioline americane» (Davidson, 1972, p. 101). Una volta introdotto il concetto di incertezza, la moneta offre

una perfetta copertura: la spesa in beni, servizi e attività finanziarie a capitale incerto può essere differita accumulando saldi monetari.

Al concetto di incertezza è pertanto assegnata grande rilevanza nella teoria keynesiana della domanda di moneta. Della famosa triade di motivi per detenere la moneta — per transazione, precauzionale e speculativo — gli ultimi due sono strettamente collegati alle aspettative di un futuro incerto: aspettative riguardo al reddito, la spesa, l'inflazione, i tassi d'interesse futuri. I saldi a scopo speculativo, ad esempio, sono detenuti «al fine di assicurarsi un profitto per il fatto di conoscere meglio del mercato cosa porterà il futuro» (Keynes, *op. cit.*, pp. 170, 196). Di conseguenza la domanda di moneta tende ad essere molto instabile, crescendo e calando ad ogni mutamento d'umore del mercato finanziario.

«La preferenza per la liquidità è al centro dell'economia di mercato... Il punto essenziale della preferenza per la liquidità è che non c'è alcuna relazione stabile fra un dato di interesse, i tipi di attività finanziarie detenute, il livello del risparmio e quello dell'investimento» (Hutton, 1986, pp. 112, 113). Commentando sul modo in cui le teorie di Keynes sono state poi interpretate e insegnate, Hutton aggiunge: «...chiudere [la preferenza per la liquidità] entro l'approccio IS/LM e assumere che le aspettative siano date... significa tradurre Keynes al punto di tradirlo» (Hutton, *op. cit.* p. 113).

Questo approccio è servito a sostenere il punto di vista dei keynesiani contro l'adozione di obiettivi monetari. Venti anni prima che il Governo Thatcher salisse al potere, il Radcliffe Committee concludeva di non poter «trovare una ragione che permettesse di supporre, o un'esperienza nella storia monetaria che indicasse l'esistenza di un limite alla velocità di circolazione [della moneta]» (Radcliffe Committee, 1959, para. 391). La curva "LM" è spesso stata descritta come «un fuscillo nel vento dell'incertezza», poiché, in assenza di variazioni compensative nell'offerta di moneta, aspettative altamente instabili ne provocano mutamenti di posizione. Sebbene Keynes stesso ammettesse che, *ceteris paribus*, variazioni dell'offerta di moneta possono dare origine a variazioni dei tassi d'interesse (e quindi del reddito nominale), egli osservava come «ci siano molti ostacoli fra il dire e il fare» (Keynes, 1936, p. 173), il più importante dei quali è l'instabilità delle aspettative in un mondo in continua trasformazione, non ergodico. Pertanto, per molti keynesiani ortodossi, l'andamento della velocità di circolazione della moneta dopo il 1979 sarebbe una prova decisiva della intrinseca instabilità della domanda di moneta in senso lato.

V. La stabilità del settore privato

Sebbene la controversia intorno alla capacità di controllo dell'offerta di moneta da parte delle autorità e all'esistenza di una stabile funzione della domanda di moneta continui a imperversare, non vi è dubbio che l'opinione prevalente nel mondo accademico e politico sia passata su posizioni decisamente anti-monetariste. Quanto invece alla questione se il settore privato disponga, al suo interno, di meccanismi di autostabilizzazione, il dibattito negli ultimi anni è divenuto, se mai, più acceso. Ciò può sorprendere. A differenza di movimenti nelle variabili monetarie e di indagini su funzioni della domanda definite statisticamente, l'andamento dell'economia reale è chiaro e aperto al continuo esame di accademici e non accademici. I dati su occupazione, disoccupazione, produzione, partite correnti della bilancia dei pagamenti sono facilmente accessibili; ed è ben noto che nel periodo 1979-82 la disoccupazione salì a oltre tre milioni, con un aumento superiore al 100%. Sebbene negli ultimi cinque anni vi siano stati quasi venti cambiamenti della definizione nelle statistiche ufficiali (dei quali uno soltanto riduceva il totale rilevato), oggi la disoccupazione continua ad essere solo di poco inferiore al livello del 1982. Questa esperienza è in contrasto con il terzo principio del monetarismo: che cioè «il settore privato, se lasciato ai suoi congegni e non disturbato da una crescita monetaria erratica, è intrinsecamente stabile» (Mayer, 1978, p. 14).

A sostegno di questo assunto centrale di stabilità c'è il concetto teorico di un "tasso di disoccupazione naturale" verso il quale l'economia tenderebbe naturalmente, purché non intervenga una politica monetaria destabilizzatrice. Secondo Friedman:

«In ogni momento esiste un livello di disoccupazione che ha la proprietà di essere coerente con l'equilibrio nella struttura dei tassi di salario reali... "Il tasso di disoccupazione naturale", in altre parole, è il livello che sarebbe generato dalle equazioni del sistema walrasiano di equilibrio generale, purché in queste si introducessero le effettive caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro e delle merci, tenendo anche conto delle imperfezioni del mercato, della variabilità stocastica nelle domande e offerte, dei costi per ottenere informazioni su posti vacanti e disponibilità di lavoro, dei costi di mobilità, ecc.» (Friedman, 1968a, p. 8).

È evidente che l'ipotesi di stabilità del settore privato e il connesso concetto di un tasso naturale di disoccupazione sono in netto contrasto con «il messaggio pratico fondamentale della *Teoria Generale*: che

un'economia basata sull'impresa privata... ha bisogno di essere stabilizzata, può essere stabilizzata e dovrebbe quindi essere stabilizzata mediante appropriate politiche monetarie e fiscali» (Modigliani, 1977, p. 1). Non c'è da stupirsi che gli oppositori del monetarismo abbiano colto l'occasione per addurre l'elevata e persistente disoccupazione di cui soffre il Regno Unito come ulteriore prova del fallimento della teoria monetarista.

Ma i sostenitori dell'ipotesi di un tasso naturale di disoccupazione hanno approntato un'altra linea di difesa della tesi monetarista. In sostanza, essi oppongono che negli ultimi anni il tasso naturale di disoccupazione è stato spinto a livelli più elevati da un complesso di fattori che hanno gravemente limitato il funzionamento dei meccanismi di mercato.

V.1. Il "tasso naturale di disoccupazione" è divenuto più elevato?

Lo stesso Friedman osserva che il «tasso naturale di disoccupazione [non è] immutabile o immodificabile. Al contrario, molte caratteristiche di mercato che ne determinano il livello sono opera dell'uomo e frutto di precise politiche» (Friedman, 1968a, p. 9). Vari economisti, in particolare Minford (1981), hanno proposto una serie di ragioni per spiegare perché è possibile che questi fattori che sono "opera dell'uomo" e "frutto di precise politiche" siano cambiati, sospingendo il tasso naturale di disoccupazione dall'1,5-2,5% negli anni sessanta al 6% negli anni settanta e al 10% negli anni ottanta. Questi cosiddetti fattori "supply-side" sono tutti più o meno attribuiti ad un'accresciuta atrofizzazione delle forze di mercato (Brittan, 1982, pp. 110-138).

Il mercato dell'edilizia residenziale, a causa del suo funzionamento, è considerato un'area in cui recenti sviluppi hanno contribuito ad aumentare il tasso naturale di disoccupazione riducendo la mobilità geografica della manodopera (una delle caratteristiche strutturali "incorporate" nel tasso naturale di Friedman). Dall'inizio degli anni sessanta, gli alloggi privati offerti in locazione sono divenuti sempre più scarsi in molte zone e le autorità locali han visto, di conseguenza, allungarsi le liste di attesa per gli aspiranti a "council houses"; nello stesso periodo è anche aumentato rapidamente il numero degli appartamenti occupati dagli stessi proprietari, ma gli spostamenti fra zone

diverse si sono fatti più difficili a causa del crescente divario dei prezzi fra nord e sud.¹⁰

A spingere al rialzo il tasso naturale di disoccupazione concorre anche il funzionamento del sistema tributario e previdenziale. Il "Liverpool Group" sostiene che le pressioni politiche per ottenere aumenti delle prestazioni sociali in rapporto alle classi di reddito hanno creato le cosiddette "trappole della povertà" e "della disoccupazione" (la prima disincentiverebbe la ricerca di lavori meglio remunerati, ostacolando in tal modo la mobilità della manodopera; la seconda sarebbe addirittura un deterrente all'accettazione di posti di lavoro). Minford calcola che ogni aumento del 10% delle prestazioni sociali reali ha elevato di oltre il 2%, cioè di mezzo milione di unità, il tasso naturale di disoccupazione.

Infine i monetaristi citano spesso il crescente potere di monopolio da parte dei sindacati come un fattore che contribuisce al persistere di elevati livelli di disoccupazione. Sebbene Friedman neghi che di per sé i sindacati possano causare, nel lungo periodo, un aumento della disoccupazione (perché le più elevate remunerazioni reali ottenute dalla manodopera organizzata eserciterebbero pressioni al ribasso sui redditi reali del settore del mercato competitivo, non sindacalizzato), tuttavia, se le prestazioni previdenziali fissano un minimo al di sotto del quale i salari reali non possono cadere, l'attività sindacale, agendo per tale via, può provocare indirettamente un aumento del tasso naturale di disoccupazione. Più in generale, i sindacati possono valersi del loro potere di monopolio per imporre una serie di restrizioni alla mobilità occupazionale e geografica della manodopera.

Il Governo Thatcher si è particolarmente preoccupato degli sviluppi del mercato del lavoro tendenti ad elevare il tasso naturale di disoccupazione. Una serie di leggi sull'occupazione ("employment acts") ha mirato, dopo il 1979, a revocare le concessioni fatte ai sindacati nel corso degli anni settanta. Il Governo ha rivolto la sua attenzione anche ad altre presunte imperfezioni del mercato della manodopera, per esempio, a quelle relative ai "Wages Councils", alla "Fair Wages Resolution" del 1946 e alle procedure di contrattazione salariale del settore pubblico, basate sul concetto della "comparabilità" (Treasury, 1984, 1986).

¹⁰ MINFORD *et al.* (1987, pp. 1, 121) attribuisce esplicitamente al Governo la responsabilità di tutti questi fattori (dovuti a "scelte politiche") e della disoccupazione da essi causata: «In Gran Bretagna il mercato dell'edilizia residenziale è soggetto a massicci interventi governativi in quattro forme principali: i "Rent Acts", i sussidi ai canoni di locazione delle "council houses", i sussidi ai residenti in casa propria (sotto forma di sgravi fiscali sui mutui ipotecari e sull'abitazione di proprietà) e infine i vincoli della pianificazione del suolo edilizio... Il mercato britannico dell'edilizia residenziale è una confusione perché troppo regolamentato, con serie conseguenze per la mobilità e, quindi, la disoccupazione».

V.2. Il settore privato è intrinsecamente instabile?

Gli economisti ostili al concetto neoclassico di un tasso naturale di disoccupazione interpretano gli eventi successivi al 1979 come una conferma della sua insostenibilità; e considerano mere razionalizzazioni *ex post* i tentativi dei monetaristi di spiegare l'aumento del preteso tasso naturale di disoccupazione. Un elemento centrale delle loro argomentazioni è il modo in cui il mercato del lavoro interagisce con i mercati della moneta e dei beni. Il messaggio principale di Keynes è che l'occupazione dipende dal livello della domanda aggregata e le retribuzioni reali a loro volta dipendono dal livello dell'occupazione. Ciò ribalta la teoria monetarista, invertendo la direzione del nesso di causalità intercorrente fra variazioni nell'occupazione e variazioni nei salari reali; e, cosa più importante, implica che l'economia si stabilizzerà a qualsiasi livello di disoccupazione compatibile con il livello di domanda aggregata in essere.

Molti economisti (ad es. Pratten, 1982; Reddaway, 1982; Neuberger, 1985) ritengono che, attribuendo priorità assoluta alla lotta all'inflazione in un momento in cui prezzi e salari stavano accelerando e la domanda mondiale aveva cominciato a diminuire, il Governo inglese impose all'economia una stretta deflazionistica troppo severa. Sebbene si sia riusciti in tal modo a ridurre l'inflazione mediante quella che fu definita la «disinflazione attraverso la paura» (Matthews e Reddaway, 1980), il *trade-off* a breve termine fra disoccupazione e inflazione — e la sorprendente docilità con cui l'elettorato ha accettato la disoccupazione di massa — impedisce ora alle autorità di spingersi oltre una modesta reflazione.¹¹

Una posizione a sé è quella che sostiene non esservi, nel caso del Regno Unito, alcuna correlazione fra disoccupazione e inflazione. Beckerman (1985) ha mostrato come il calo dell'inflazione di prezzi e salari dopo il 1979 possa spiegarsi interamente con la caduta dei prezzi delle merci a mercato mondiale. Ne segue che «non vi è un particolare livello di disoccupazione che mantenga stabile l'inflazione» (p. 9).

¹¹ Questi economisti rifiutano l'argomentazione opposta che il tasso naturale di disoccupazione sarebbe aumentato. Come rileva Neuberger (*op. cit.*): «...la conclusione che l'azione governativa può migliorare l'occupazione può essere respinta solo se si respinge *in toto* l'analisi keynesiana e l'intera spiegazione è impostata in termini di fattori "supply-side"... Con ciò non si intende escludere che i fattori "supply-side" possano avere un peso nella produzione e occupazione, [ma] l'assunto che essi abbiano agito in tal senso durante la recessione degli ultimi cinque anni resta da dimostrare. L'analisi keynesiana conserva ancor oggi tutta la sua importanza» (pp. 18-19).

L'interpretazione di Beckerman del periodo 1979-82 è che la ripresa dell'inflazione causata dall'aumento del prezzo del petrolio da parte dell'OPEC nel 1979 «fuorviò» il Governo ad attuare una politica di forte deflazione della domanda e di aumento della disoccupazione. Poiché la disoccupazione e l'inflazione non sarebbero correlate, non vi fu un meccanismo di retroazione che arrestasse la deflazione, la quale pertanto continuò fin quando i prezzi delle importazioni cominciarono a calare; e quando ciò avvenne la disoccupazione era giunta a livelli senza precedenti. Una volta stabilizzata l'inflazione intorno al 5%, la logica della teoria monetarista sentenziava che doveva ritenersi raggiunto un nuovo, più elevato, tasso naturale — e quindi qualsiasi reflazione della domanda era vana poiché avrebbe alimentato nuove spinte inflazionistiche.

VII. Conclusioni

«Gli economisti non possono mettere alla prova, mediante esperimenti, le loro teorie. L'approccio più simile ad un esperimento si ha quando un Governo adotta nuove politiche... Le politiche thatcheriane, basate... sull'interpretazione monetarista del funzionamento dell'economia, sono pertanto di particolare interesse...» (Pratten, 1982, p. 36).

Queste parole, scritte alla vigilia della fine dell'esperimento monetarista del 1979-82, danno una certa idea di come molti economisti guardassero alla strategia antinflazionistica lanciata dal Governo conservatore nel 1979. Sia fra i sostenitori sia fra gli oppositori regnava un'aria di generale attesa ed era diffusa la sensazione che l'esperimento avrebbe dato una risposta a importanti quesiti teorici relativi all'impostazione della politica macroeconomica.

Alla luce dei fatti, l'esperimento non ha dimostrato, o piuttosto non ha smentito, nulla. I monetaristi negano che l'esperimento abbia mai avuto luogo; hanno elaborato nuove teorie per spiegare l'andamento della velocità di circolazione rispetto al reddito o attribuito a perturbazioni esterne mutamenti strutturali nella domanda di moneta e nel tasso naturale di disoccupazione. Per contro, i non monetaristi hanno interpretato l'insuccesso del Governo a realizzare la strategia programmata come prova dell'incontrollabilità dell'offerta di moneta; le variazioni della velocità di circolazione della moneta sono state prese

come ulteriore prova del fatto che la domanda di moneta è intrinsecamente instabile; e la concomitanza di una persistente disoccupazione di massa e di una stabile inflazione è stata usata per contestare l'ipotesi di un saggio naturale di disoccupazione.

Sotto un profilo politico, l'esperimento 1979-82 può certo essere considerato un *test* di monetarismo pratico, e ha, se non altro, dimostrato che rigide norme monetarie non sono il toccasana per ottenere — com'era nelle originarie speranze del Governo — una crescita non inflazionistica in un'economia dinamica e aperta. Sotto il profilo economico, invece, cioè nel senso di provare la validità di teorie macroeconomiche, l'esperimento è servito solo ad illustrare ancora una volta i limiti dell'empirismo e a porre in evidenza il fatto che nella scienza economica le cause di disaccordo sono ben più profonde di quanto molti membri della professione amerebbero credere.

NIGEL M. HEALEY

BIBLIOGRAFIA

- AKTAR, M. (1983), "Financial innovations and their implications for monetary policy: an international perspective", *BIS Economic Papers*, N. 9, dicembre, Bank for International Settlements.
- ARESTIS, P. and RILEY, J. (1980), "Monetarism: the principal issues and areas of disagreement", *British Review of Economic Issues*, Vol. 2, N. 6, maggio.
- ARTIS, M. *et al.* (1984), "The effects of economic policy, 1979-82", *National Institute Economic Review*, maggio.
- ARTIS, M. and BLADEN-HOVELL, R. (1987), "The UK monetarist experiment, 1979-1984", *International Review of Applied Economics*, Vol. 1, N. 1, gennaio.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI (1980), *Annual report*.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI (1986), *Recent innovations in international banking*, Basle.
- BANK OF ENGLAND (1984), *The development and operation of monetary policy 1960-83*, Clarendon Press, Oxford.
- BECKERMAN, W. (1985), "How the battle against inflation was really won", *Lloyds Bank Review*, N. 157, gennaio.
- BRITTAN, S. (1982), *How to end the monetarist controversy*, Institute of Economic Affairs, 2ª edizione.
- BRITTAN, S. (1982), *How to end the "monetarist controversy": a journalist's reflections on output, jobs, prices and money*, 2ª edizione, Hobart Paper 92, Institute of Economic Affairs.
- BROWNING, P. (1986), *The Treasury and economic policy 1964-1985*, Longman.
- BRUCE-GARDYNE, J. *et al.* (1985), *Whither monetarism?*, Centre for Policy Studies.
- BRUNNER, K. (1983), "Has monetarism failed?", *Cato Journal*, N. 3, primavera.
- BUDD, A. and HOLLY, S. (1986), "Economic viewpoint: does broad money matter?", *London Business School Economic Outlook 1985-89*, Vol. 10, giugno.
- BUTTER, W. and MILLER, M. (1982), "Real exchange rate overshooting and the output cost of bringing down inflation", *European Economic Review*, Vol. 18.

- BURTON, J. (1982), "The varieties of monetarism and their policy implications", *Three Banks Review*, N. 134, giugno.
- COBHAM, D. (1984), "Convergence, divergence and realignment in British macroeconomics", in this *Review*, N. 149, giugno.
- CONGDON, T. (1982), *Monetary Control in Britain*, Macmillan.
- DAVIDSON, P. (1972), "Money and the real world", *Economic Journal*, Vol. 82, N. 325, marzo.
- FFORDE, J. (1982), "Setting monetary objectives", Conference Paper, Federal Reserve Bank of New York, May, reprinted in BANK OF ENGLAND (1984).
- FRIEDMAN, M. (1968a), "The role of monetary policy", *American Economic Review*, Vol. LVIII, N. 1, marzo.
- FRIEDMAN, M. (1968b), *Dollars and deficits*, New Jersey.
- GALBRAITH, J. (1980), *The Observer*, 31 agosto.
- GOODHART, C. (1984), *Monetary theory and practice: the UK experience*, Macmillan.
- GOWLAND, D. (1983), *International economics*, Croom Helm.
- GREEN, D. (1987), *The new right: the counter-revolution in political, economic and social theory*, Wheatsheaf.
- GRICE, J. and BENNET, A. (1981), "The demand for sterling M3 and other aggregates in the United Kingdom", *Treasury Working Paper*, N. 20, Londra.
- HEALEY, N. (1987), "Whither monetary targeting?", *Economics*, Vol. XXIV, N. 2, estate.
- HENDRY, D. (1985), "Monetary economic myth and econometric reality", *The Oxford Review of Economic Policy*, primavera.
- HOLMES, M. (1985), *The first Thatcher Government 1979-83: contemporary conservatism and economic change*, Wheatsheaf.
- HOLMES, P. (1985), "The Thatcher Government's overall economic performance", in Bell, D. (Ed.), *The Conservative Government 1979-84: an interim report*, Croom Helm.
- HUTCHINSON, T. (1977), *Knowledge and ignorance in economics*, Blackwell.
- HUTTON, W. (1986), *The revolution that never was: an assessment of Keynesian Economics*, Longman.
- JOHNSON, C. (1982), "Monetarism laid to rest", *Lloyds Bank Economic Bulletin*, N. 40, aprile.
- KALDOR, N. (1970), "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, luglio.
- KREGAN, W. (1984), *Mrs. Thatcher's economic experiment*, Penguin.
- KEYNES, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan.
- KEYNES, J.M. (1937), "The general theory of employment", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51.
- LAIDLER, D. (1981), "Monetarism: an interpretation and an assessment", *Economic Journal*, Vol. 91, N. 361, marzo.
- LAIDLER, D. (1984), "The 'buffer stock' notion in monetary economics", *Economic Journal*, Supplement, Vol. 94.
- LAWSON, N. (1984), "The British experiment", *5th Mais Lecture*, 18 giugno.
- LEWIS, M. (1987), "International and multinational banking", *British Review of Economic Issues*, Vol. 9, N. 20, primavera.
- LUCAS, R. (1976), "Econometric policy evaluation: a critique", in Brunner, K. and Meltzer, A. (Eds.) *The Phillips Curve and labour markets*, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, N. 1, Amsterdam.
- MAYER, T. (1978), *The structure of monetarism*, W. Norton & Co.
- MATTHEWS, R. and REDDAWAY, W. (1980), "Can Mrs. Thatcher do it?", *Midland Bank Review*, autunno.
- MILLER, R. (1982), "The Medium Term Financial Strategy: an experiment in co-ordinating monetary and fiscal policy", *Fiscal Studies*.

- MILLER, R. and WOOD, J. (1982), *What price unemployment? An alternative approach*, Hobart Paper 92, Institute of Economic Affairs.
- MINFORD, P. (1981), "The economic outlook", *Liverpool Occasional Paper*, N. 1.
- MINFORD, M. *et al.* (1987), *The housing morass: regulation, immobility and unemployment*, Hobart Paperback 25, Institute of Economic Affairs.
- MODIGLIANI, F. (1977), "The monetarist controversy or should we forsake stabilisation policies?", *American Economic Review*, Vol. LXVII, N. 1, marzo.
- NEUBERGER, H. (1985), "Why is unemployment so high?", *National Westminster Bank Quarterly Review*, maggio.
- NIEHANS, J. (1981), "The appreciation of sterling", Centre for Policy Studies.
- PODOLSKI, T. (1985), "Control of a monetary quantity: constraint or contumacy?", *British Review of Economic Issues*, Vol. 7, N. 17, autunno.
- PODOLSKI, T. (1987), *Conference Paper*, Economics Association Annual Conference, aprile.
- PRATTEN, C. (1982), "Mrs. Thatcher's economic experiment", *Lloyds Bank Review*, gennaio.
- PURVIS, D. (1980), "Monetarism: a review", *Canadian Economic Review*, Vol. XIII, N. 1, febbraio.
- RADCLIFFE COMMITTEE (1959), *Committee on the working of the monetary system*, Cmnd. 827, HMSO, maggio.
- REDDAWAY, W. (1982), "The Government's economic policy - an appraisal", *Three Banks Review*, N. 136, dicembre.
- RIDDEL, W. (1983), *The Thatcher Government*, Martin Robertson, Oxford.
- SILBER, W. (1975), "Towards a theory of financial innovation" in Silber, W. (Ed.), *Financial innovation*, Lexington Books.
- SILBER, W. (1983), "The process of financial innovation", *American Economic Review*, Papers, Vol. 73, N. 2, maggio.
- SMITH, D. (1987), *The rise and fall of monetarism: the theory and politics of an economic experiment*, Penguin.
- SMITHIN, J. (1984), "Financial innovation and monetary theory", *Three Banks Review*, N. 144, dicembre.
- TAYLOR, M. (1987), "Financial innovation, inflation and the stability of the demand for broad money in the United Kingdom", *Bulletin of Economic Research*, Vol. 39, N. 3.
- TEIGEN, R. (1981), "The evolution of monetarism", *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, Vol. 137, N. 1.
- THIRLWALL, A. (1981), "Keynesian employment theory is not defunct", *Three Banks Review*, N. 131, settembre.
- THOMPSON, G. (1986), *The Conservative's economic policy*, Croom Helm.
- TREASURY AND CIVIL SERVICE COMMITTEE (1980a), "Memoranda on monetary policy", HC-720, Sessione 1979-80, HMSO, luglio.
- TREASURY AND CIVIL SERVICE COMMITTEE (1980b), "Memoranda on monetary policy, volume II", HC-720-II, Sessione 1979-80, HMSO, novembre.
- TREASURY AND CIVIL SERVICE COMMITTEE (1981a), "Report", HC-163-I, Sessione 1980-81, HMSO, febbraio.
- TREASURY AND CIVIL SERVICE COMMITTEE (1981b), "Minutes of evidence", HC-163-II, Sessione 1980-81, HMSO, febbraio.
- TREASURY, HM (1980), "Financial Statement and Budget Report, 1980-81", HMSO, marzo.
- TREASURY, HM (1982), "Financial Statement and Budget Report, 1982-83", HMSO, marzo.
- TREASURY, HM (1984), "Helping markets work better", Economic Progress Report, N. 173, novembre-dicembre.

- TREASURY, HM (1986), "A more flexible labour market", Economic Progress Report, N. 180, gennaio-febbraio.
- VANE, H. and THOMPSON, J. (1979), *Monetarism: theory, evidence and policy*, Martin Robertson, Oxford.
- VINES, D. (1986), "Macroeconomic policy after monetarism", *The Royal Bank of Scotland Review*, N. 152, dicembre.
- WALTERS, A. (1986), *Britain's economic renaissance: Margaret Thatcher's reforms 1979-84*, Oxford University Press.