

Il Rapporto Radcliffe: politica monetaria e gestione del debito pubblico (*)

Il Rapporto del Comitato Radcliffe (1) è destinato ad essere considerato per molti anni come un testo indispensabile per la conoscenza del sistema finanziario della Gran Bretagna: come il primo studio completo della sua organizzazione creditizia dopo il Macmillan Report del 1931 e la più approfondita indagine sui congegni di finanziamento del Tesoro.

Una inchiesta sul « modo d'operare del sistema monetario e creditizio » doveva necessariamente affrontare un materiale complesso e controverso. È merito dei membri del Comitato di aver tentato di vagliare argomentazioni contrastanti per un vasto complesso di questioni di teoria e di politica economica. Senonché la decisione di non concentrare le raccomandazioni in un unico corpo, ma di sparpagliarle lungo le 339 pagine del Rapporto non rende agevole cogliere le linee fondamentali del loro argomentare. I paragrafi del Rapporto contengono inoltre revisioni e qualifiche in molti punti, probabilmente come conseguenza inevitabile del proposito di giungere ad una formulazione approvabile all'unanimità; e il testo rivela ambiguità, opinioni divergenti e perfino incongruenze.

La difficoltà d'accertare esattamente ciò che i membri del Comitato intesero dire su molti punti è particolarmente evidente nelle

(*) L'autore è un economista della Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System. Le opinioni espresse in questo studio sono esclusivamente personali e non riflettono punti di vista del Federal Reserve Board.

(1) Committee on the Working of the Monetary System *Report*, Cmd. 827, H.M.S.O., Londra, agosto 1959. Le indicazioni di pagine contenute nel testo riguardano il Rapporto in esame, salvo diversa indicazione. A metà marzo 1960 il Comitato Radcliffe ha presentato quattro ulteriori volumi di documentazione, comprendenti: *Minutes of Evidence* (ossia i resoconti completi delle testimonianze orali ricevute dal Comitato) e i *Principal Memoranda of Evidence* (relazioni e note presentate al Comitato).

Una rassegna sintetica del Rapporto Radcliffe è stata offerta, in questa Rivista, da A. ZECCHI (*Il Rapporto Radcliffe*), nel fascicolo n. 49, marzo 1960, pp. 53 e segg.

parti riguardanti le relazioni tra gestione del debito pubblico e politica monetaria, che possono considerarsi il cuore del Rapporto e sembrano essere state la principale preoccupazione del Comitato. Qui il lettore si imbatte anche in conclusioni nuove e discutibili. Così, per esempio, il Rapporto propone come una « delle principali idee » emergenti dal lavoro del Comitato la seguente proposizione: « A nostro avviso la gestione del debito è diventato il compito fondamentale "interno" della banca centrale » (p. 337). Molti lettori, in particolare i lettori americani, probabilmente reagiranno ad una conclusione così drastica e curiosa con un moto di imbarazzo, se non di incredulità: giacché, di fatto, la gestione del debito pubblico negli Stati Uniti è esclusiva responsabilità del Tesoro e gli ordinamenti legislativi americani attribuiscono al sistema delle banche centrali soltanto il ruolo di agente fiscale.

Per quali passi i membri del Comitato sono giunti ad una simile visione eterodossa delle relazioni fra gestione del debito e politica monetaria? A rischio di essere arbitrario o troppo soggettivo vorrei suggerire che quattro proposizioni mi sembra costituiscano la base teorica delle conclusioni del Comitato in questa zona centrale dei problemi finanziari.

Quattro principali proposizioni teoriche.

Per cominciare, i membri del Comitato ripudiano specificamente l'opinione, oggi largamente accolta nella maggior parte dei paesi del mondo libero, che « il compito centrale delle autorità monetarie è di mantenere un rigoroso controllo sull'offerta di moneta » (p. 132). Sebbene non sia « una quantità irrilevante », l'offerta di moneta è soltanto « un elemento della più vasta struttura della liquidità dell'economia » (p. 132). Così, le banche sono importanti non perché sono « creatori di moneta », ma perché sono « prestatori chiave nel sistema » (p. 134). Inoltre « il livello dei prestiti bancari piuttosto che il livello dei depositi bancari... è l'oggetto di questo speciale interesse ».

La seconda proposizione è la sostituzione di « questa più vasta struttura di liquidità » all'offerta (o quantità) di moneta come l'oggetto focale dell'azione della banca centrale. Qui il ragionamento del Comitato segue linee consuete. A suo avviso, la decisione di

spendere dipende « dalla liquidità in senso lato, non dall'accesso immediato ai mezzi monetari ». In altre parole, « la spesa non è limitata dalla quantità di moneta esistente; ma è in relazione all'ammontare di moneta che il pubblico ritiene di poter ottenere, sia da proventi di reddito (per esempio da vendite), sia dalla liquidazione di cespiti patrimoniali, sia con il ricorso a prestiti » (p. 133).

In terzo luogo, i membri del Comitato sottolineano la « struttura dei tassi di interesse piuttosto che una qualche nozione di "offerta di moneta" come il punto centrale dell'azione monetaria » (p. 134). È questa indubbiamente la conclusione teorica più innovatrice e discutibile. Secondo il Comitato due sono i modi con cui i tassi di interesse possono influenzare la domanda globale. Uno è l'effetto incentivo, mercè il quale una variazione nei tassi d'interesse può « indurre una variazione nell'incentivo ad acquistare beni capitali »; il Comitato « cercò senza molto successo prove convincenti della sua presenza negli anni recenti » (pp. 130-131). L'altro è l'effetto sulla liquidità generale, grazie al quale le autorità influenzano « la disponibilità di fondi per i mutuatari attraverso particolari canali »; questo effetto « può essere senz'altro più perentorio », giacchè « se la moneta per finanziare un progetto non può essere ottenuta a nessuna sopportabile condizione, non c'è più nulla da fare » (p. 131). Questo effetto sulla liquidità generale, come il cosiddetto effetto Rosa, proposto circa dieci anni or sono (2), riguarda l'influenza di variazioni dei tassi di interesse « sul comportamento come prestatori di un complesso di ampiezza indefinita di istituzioni finanziarie » (p. 134). La struttura dei tassi di interesse ha un ruolo chiave perchè, « per ragioni istituzionali », i movimenti dei tassi « modificano la liquidità degli operatori finanziari in ogni parte dell'economia » (p. 134). Se, continua il Comitato, le autorità « sono impedito nella loro azione di manipolazione dei tassi di interesse, nessun controllo puro e semplice dell'offerta di moneta può fare molto ».

(2) Si veda il saggio di ROBERT V. ROSA, *Interest Rates and the Central Bank*, inserito nel volume « Money Trade and Economic Growth » (Macmillan Company, New York, 1951) e pubblicato in versione italiana in questa Rivista (n. 16, dicembre 1951, pp. 407 e segg.): « è principalmente attraverso gli effetti sulla posizione e sulle decisioni dei prestatori, e soltanto secondariamente attraverso gli effetti sulle decisioni dei mutuatari e dei risparmiatori, che l'azione della banca centrale sui tassi d'interesse afferma la sua importanza » (p. 294 del citato volume del 1951).

Come quarta proposizione, il Comitato conclude che la banca centrale dovrebbe tentare di controllare la liquidità del settore privato « guardando ai tassi a lungo termine piuttosto che a quelli a breve e dovrebbe usare il suo potere di gestore del debito pubblico per condurre deliberatamente una politica dei tassi d'interesse ». In aggiunta, le autorità monetarie « dovrebbero dare pubblica notizia delle loro intenzioni nell'interesse del mercato » (p. 178). Per queste ragioni il Comitato ritiene che « non è soltanto che l'azione monetaria e la gestione del debito sono interdipendenti nel loro operare, talchè è opportuno affidarle ad un controllo unitario: esse sono una unità indivisibile; la gestione del debito è il cuore del controllo monetario » (p. 224).

Senonchè le raccomandazioni pratiche che seguono nel Rapporto dimostrano che le quattro proposizioni radicali sopra enunciate hanno più suono che mordente. In primo luogo la descrizione del meccanismo bancario inglese, com'è ammirevolmente svolta nel Rapporto, rivela che le generalizzazioni formulate non mirano ad un'applicazione universale, ma vogliono unicamente conformarsi alle condizioni politiche ed economiche ed integrarsi nelle attuali pratiche finanziarie del Regno Unito. Quivi i suggerimenti che ne discendono non richiederebbero radicali mutamenti delle pratiche in atto. La gestione del debito è già un compito fondamentale della Banca d'Inghilterra; e le attività dominanti del broker governativo, che sono già parte integrante dei congegni operativi del mercato londinese dei titoli di stato, non dovrebbero subire sostanziali revisioni. Le raccomandazioni del Comitato esigerebbero soltanto che fosse modificata la formulazione delle istruzioni della banca centrale. In secondo luogo, le conseguenze pratiche per la politica finanziaria del Tesoro che discendono dall'analisi del Rapporto sono di un'estrema moderazione: il Comitato vorrebbe soltanto che il Tesoro *a*) offrisse tassi relativamente elevati sui suoi titoli in ogni momento, e *b*) tentasse di assicurare un flusso ininterrotto di titoli nelle mani di investitori diversi dalle banche a quei rendimenti attraenti (3).

Esaminiamo minutamente questi due punti.

(3) Queste proposizioni sembra discendano dalla preoccupazione del Comitato riguardo al controllo della liquidità come chiave per un vigoroso movimento di espansione economica in Inghilterra senza turbamenti inflazionistici o crisi della bilancia dei pagamenti; sorprende che il Rapporto non tratti direttamente di politiche economiche intese ad attenuare l'ampiezza delle fluttuazioni cicliche del tipo sperimentato in questo dopoguerra.

Come funziona il sistema creditizio inglese.

Il Rapporto rivela che le responsabilità della Banca d'Inghilterra come gestore del debito pubblico sono interpretate in pratica nel senso che la Banca sia tenuta a coprire i bisogni residui di finanziamento del Tesoro. Questi bisogni residui di cassa variano molto nel tempo; la pratica inglese è di fronteggiare queste variazioni mediante fluttuazioni nell'offerta di cambiali del Tesoro. Il mercato monetario è inoltre manovrato dalla Banca d'Inghilterra in guisa tale che il sistema bancario — ossia le case di sconto e le banche del clearing londinese — possano assorbire le suddette fluttuazioni nell'offerta di cambiali; le autorità assistono il sistema bancario in quanto ritengono che « il mercato non potrebbe, lasciato senza aiuto, assorbire le variazioni nei bisogni del governo, fuorchè a costo di estreme variazioni nei tassi delle cambiali » (p. 216).

La decisione di aiutare il sistema bancario riflette l'opinione ufficiale che « il mercato delle cambiali del Tesoro sia molto ristretto, sicchè tassi relativamente più alti non attirerebbero compratori addizionali; le autorità dovrebbero ugualmente finire con l'aiutare il mercato acquistando esse stesse una parte delle cambiali » (p. 215).

Finanziamento residuo del Tesoro. Le autorità hanno scelto la soluzione di assistere il mercato indirettamente « o con operazioni di mercato aperto sul mercato monetario oppure prestando contro cambiali o obbligazioni a breve tramite l'Ufficio di Risconto... per rendere possibile alle case di sconto di ritirare le cambiali del Tesoro ad esse assegnate alle aste » (p. 40). In tal modo « qualsiasi porzione del deficit totale di cassa, che non è finanziato da altri mezzi, e ogni disavanzo stagionale possono essere finanziati prendendo a prestito dal mercato mediante l'emissione di cambiali del Tesoro » (p. 38). Le autorità « preferiscono che il finanziamento residuo del Tesoro sia indiretto, in luogo di una diretta provvista di credito da parte della banca centrale » (p. 40).

La pratica di provvedere in questo modo all'indiretto finanziamento delle necessità del Tesoro è il mutamento fondamentale che ha trasformato il meccanismo creditizio inglese dopo il Rapporto Macmillan del 1931. Queste modificazioni significano che la Banca d'Inghilterra non può più controllare il volume delle riserve bancarie attraverso gli strumenti tradizionali del tasso ufficiale di sconto e delle operazioni di mercato aperto; significano anche che « cassa e

cambiali del Tesoro han finito con l'essere praticamente interscambiabili » e che « l'offerta di cambiali del Tesoro, e non l'offerta di cassa, ha finito con l'essere l'effettiva base di governo del sistema bancario nazionale » (p. 216).

Questa trasformazione dei congegni bancari inglesi ha costretto le autorità a ricercare strumenti di controllo del credito capaci di integrare gli strumenti monetari tradizionali. Il principale fra i nuovi strumenti è stata la politica di « consolidamento », ossia il tentativo delle autorità di vendere obbligazioni pubbliche ad investitori non bancari al fine di evitare aumenti nelle attività liquide del sistema bancario.

Due circostanze peculiari all'Inghilterra aiutano a spiegare come le autorità sono giunte a far affidamento sulle operazioni di « consolidamento » per il controllo del credito.

Capacità del mercato dei titoli pubblici. In primo luogo, il mercato londinese dei titoli pubblici ha la capacità di assorbire cospicue nuove emissioni del Tesoro ogni anno, nonchè di rifinanziare le emissioni in scadenza. Anche se i portafogli di cambiali del Tesoro di investitori non bancari sono modesti, il mercato dei titoli pubblici a medio e lungo termine è vasto e il volume delle transazioni imponente. Il mercato dei titoli pubblici è una fondamentale base di forza della struttura finanziaria inglese. Nel 1957, per esempio, il sistema bancario ed i detentori « ufficiali » esteri possedevano l'87% delle cambiali del Tesoro, ma soltanto il 34% delle obbligazioni in circolazione; i risparmiatori privati detenevano, essi soltanto, il 21% delle obbligazioni commerciali (v. Tab. 1).

Inoltre il valore globale di mercato di tutte le obbligazioni del Tesoro commerciabili è stato, durante l'ultimo decennio, all'incirca uguale al valore di tutti gli altri titoli in circolazione alla Borsa di Londra. Le obbligazioni del Tesoro sono largamente trattate. Nell'ultimo decennio il movimento annuo delle obbligazioni a breve è valutato pressapoco pari al totale delle obbligazioni in circolazione; il movimento delle obbligazioni a medio termine (da 5 a 10 anni) a circa il 40% in media, e il movimento delle obbligazioni senza scadenza a circa il 20% (p. 203).

Sotto importanti aspetti tecnici, il mercato inglese delle obbligazioni statali può essere raffrontato con il mercato americano delle cambiali del Tesoro. Così come il sistema bancario detiene in Inghilterra soltanto una modesta porzione delle obbligazioni del

Tesoro in circolazione, le banche commerciali degli Stati Uniti detengono solo una piccola quota delle cambiali del Tesoro in circolazione (a metà del 1957, soltanto l'11%, contro il 33% delle obbligazioni commerciabili, inclusi *certificates* e *notes*: v. Tab. 1).

TABELLA I

INGHILTERRA E STATI UNITI: DATI COMPARATIVI SUI TITOLI STATALI COMMERCIALI PER CATEGORIE DI DETENTORI
(in percentuale dei titoli di proprietà privata al marzo 1957)

	Cambiali del Tesoro		Obbligazioni e altri titoli	
	Inghilterra	Stati Uniti	Inghilterra	Stati Uniti
Sistema bancario	50	11,4	22	32,8
Detentori esteri	37	19,4 (a)	12	1,1
Istituzioni finanziarie (diverse dalle banche)	1	2,8	18	12,5
Altri detentori nazionali	(b)	66,4	26	53,6
Detentori non identificati (b)	12	—	22	—
Totale (in percentuale)	100	100,0	100	100,0

(a) Compreso un certo importo di certificati di debito.

(b) Non esistono cifre distinte per « altri detentori nazionali » di cambiali del Tesoro, che sono quindi inclusi nella voce « detentori non identificati » (insieme con gli altri detentori vari).

Fonti: Per l'Inghilterra, il *Radcliffe Report*, Tab. 28, pp. 198-199; per gli Stati Uniti, il *Federal Reserve Bulletin*.

Vi è un ulteriore parallelo tecnico nelle politiche delle banche centrali dei due paesi che non è affatto accidentale; la politica di « consolidamento » su cui fa affidamento il Regno Unito per il controllo del credito si avvale della capacità del mercato londinese delle obbligazioni pubbliche, proprio come la politica delle « cambiali soltanto » (*bills only*) degli Stati Uniti cerca di concentrare le transazioni in titoli per finalità di controllo creditizio sul mercato americano a larga base delle cambiali del Tesoro.

Eppure lo sviluppo a Londra di un mercato a vasta base di titoli di stato non è un fatto dei nostri giorni. Al contrario, risale a molti decenni or sono. E forse la capacità del mercato dopo il 1945, anzichè espandersi ulteriormente, si è contratta. Già circa

un secolo fa, ad esempio, il mercato londinese del consolidato era così descritto in una guida per banchieri di provincia:

« *I Consols* sono l'unico titolo che potete, con assoluta certezza, tramutare in contante in qualsiasi ora di qualsiasi giorno lavorativo, nelle peggiori crisi di panico. Non potete essere sicuri di ciò per nessun altro titolo, nemmeno per altri titoli dello stesso Governo inglese. I vostri *Consols* sono virtualmente altrettanti biglietti della Banca d'Inghilterra in forma latente, ma con questo vantaggio: che vi rendono il 3%, pur costituendo praticamente una parte del vostro denaro contante » (4).

Ruolo del broker governativo. In secondo luogo, la pratica di ingenti transazioni « ufficiali » sul mercato dei titoli di stato è da tempo stabilita in Inghilterra e accettata da investitori e da agenti specializzati in obbligazioni. Per quanto sia noto che il broker governativo (come agente per la Banca d'Inghilterra e il Tesoro) opera attivamente con risorse ufficiali in ogni momento e in tutte le scadenze sul mercato dei titoli statali, il complesso degli operatori privati continua evidentemente ad agire nella credenza che i prezzi delle obbligazioni siano rispondenti a condizioni di fondo della domanda e dell'offerta e non determinati arbitrariamente dalle transazioni ufficiali.

Il broker governativo è accettato dal mercato come la fonte di rifornimento all'ingrosso di obbligazioni d'ogni scadenza, un po' come un agente specializzato operante alla Borsa di New York. Esso è anche utilizzato dalle autorità per la sottoscrizione di nuove emissioni del Tesoro.

L'autorevole descrizione che il Rapporto fa del meccanismo delle sottoscrizioni del Tesoro rivela il ruolo centrale che queste operazioni svolgono nel meccanismo creditizio inglese (5). A tale scopo le autorità fanno perno sul portafoglio del Dipartimento di emissione della Banca d'Inghilterra. Una volta soddisfatte le domande presentate dal pubblico per nuove obbligazioni offerte in sottoscrizione, le obbligazioni residue (di solito la maggior parte dell'emissione) sono assunte nel portafoglio del Dipartimento di

(4) Cfr. GEORGE RAE, *The Country Banker*, London, John Murray, 1885, pp. 214-215.

(5) Cfr. *Report*, pp. 30, da 36 a 40 e 213-214; *Minutes of Evidence* domande da 1762 a 1789; e *Principal Memoranda of Evidence*, Vol. I, pp. 82-83 e 105-109.

emissione. Questi titoli sono « gradualmente venduti al mercato per tramite del broker governativo nelle settimane e nei mesi successivi, al prezzo di mercato... vigente alla data della vendita » (p. 37). Quando i titoli sono accollati al Dipartimento di emissione, questo è « obbligato a ridurre i suoi finanziamenti al Tesoro » mediante riduzione delle sue consistenze di cambiali del Tesoro; a sua volta il Tesoro è « costretto a indebitarsi di più con il mercato con l'emissione di cambiali del Tesoro » (p. 30). Le vendite di cambiali del Tesoro al mercato da parte dello stesso Tesoro espandono le attività liquide delle banche del clearing londinese. Per contro le attività liquide delle banche si riducono quando il Dipartimento di emissione vende obbligazioni al mercato. Il Dipartimento può prestare il ricavo delle sue vendite al Tesoro e il Tesoro può quindi ricomprare cambiali dal mercato. In tal modo le vendite di obbligazioni da parte del broker governativo (le cosiddette operazioni di « consolidamento ») hanno l'effetto di provocare presso le banche tensioni di liquidità.

Due aspetti del suddetto meccanismo debbono essere notati. In primo luogo il Tesoro ottiene sempre denaro dall'emissione di nuovi titoli anche se questi restano presso il Dipartimento di emissione, non acquistati dal pubblico. Il sistema bancario agisce come prestatore di ultima istanza in caso di necessità, aiutato dalle autorità a tenere il richiesto volume di cambiali del Tesoro. In secondo luogo, la propensione del pubblico ad acquistare obbligazioni diventa l'elemento cruciale nel meccanismo bancario inglese. L'effetto controproducente della politica governativa quando i titoli non si possono esitare può essere illustrato dalle vicende dell'estate 1955, allorchè le autorità incoraggiarono le industrie nazionalizzate ad offrire obbligazioni sul mercato per ridurre i loro debiti bancari anormalmente ingenti. Dato che il pubblico non volle acquistare i titoli offerti, le autorità si trovarono « costrette ad aumentare il totale delle cambiali del Tesoro... per finanziare le industrie nazionalizzate, fin quando... il Dipartimento di emissione ebbe venduto le nuove obbligazioni assunte al momento della emissione » (p. 30). Le industrie nazionalizzate ricevettero il contante ricavato dalle obbligazioni nelle forme consuete e lo destinarono a ridurre i prestiti ottenuti dalle banche. Nella misura peraltro in cui le cambiali addizionali furono assunte dal sistema bancario, il risultato netto di questo sforzo per sostituire prestiti bancari con obbligazioni a lungo

termine, fu di ridurre i prestiti suddetti e di aumentare le attività liquide delle banche, cioè proprio il contrario dell'effetto desiderato.

Pertanto l'importanza cruciale delle operazioni di « consolidamento » come congegno di controllo del credito sta nel fatto che « vendite nette di titoli rendono possibile alle autorità di finanziare un deficit del Tesoro senza ampliare la base creditizia del sistema bancario » (p. 38). Tali vendite sono il mezzo con il quale le autorità possono evitare di dover dipendere dal sistema bancario per il finanziamento residuo del Tesoro, con il conseguente aumento delle attività liquide delle banche. Questo fatto spiega perchè il Comitato è giunto a considerare le attività del broker governativo « tra le più importanti, e più centrali, delle operazioni della banca centrale » (p. 214).

Alti rendimenti per poter vendere titoli senza soluzione di continuità.

L'impellente necessità, nel sistema inglese, di continue vendite di titoli al mercato ha portato il Comitato Radcliffe ad auspicare che il Tesoro si basi su tassi relativamente alti per rendere attraenti i suoi titoli. Il Comitato raccomanda quindi che le autorità accettino « una struttura dei tassi di interesse che assicuri la desiderata struttura del debito pubblico » (p. 207). Le autorità dovrebbero « spingere il tasso di interesse ad un livello che sia abbastanza alto per attirare sufficienti detentori stabili di titoli pubblici e insieme congruo con una situazione di equilibrio tra domanda del settore pubblico, domanda del settore privato e risorse disponibili dell'economia » (p. 208).

Il Comitato auspica elevati rendimenti per i titoli del Tesoro come condizione essenziale per il controllo della liquidità generale. Esso enuncia « il principio che il Tesoro, salvo il caso e nella misura in cui i suoi punti di vista influenzino le aspettative del mercato (eccezione importante), non può scegliere insieme e un tasso d'interesse e l'ammontare del debito pubblico da tener piazzato a quel tasso » (p. 128). Ossia, il Tesoro « non può simultaneamente scegliere e la struttura dei tassi d'interesse e la struttura del debito » (p. 129).

Il Comitato sottoscrive senza qualificazioni la subordinazione di considerazioni di costo per interessi alla necessità di realizzare la desiderata struttura del debito pubblico. Egli va tanto oltre da condividere l'opinione che « la continuazione di tassi moderatamente

elevati (alla luce di precedenti standards) è ragionevole anche in tempo di produzione fiacca » (p. 213). Questi tassi moderatamente alti per i titoli pubblici « è difficile impediscano la ripresa produttiva », mentre, ove i tassi delle obbligazioni fossero abbassati in quel contesto, « i più bassi tassi e l'accresciuta liquidità che ne deriverebbe potrebbero essere raggiunti proprio in tempo per essere di danno nel boom successivo ». Il Comitato è consapevole che « tassi moderatamente elevati e un ampio disavanzo di bilancio costituiscono una combinazione inconsueta come deliberati strumenti di politica economica; ma potrebbe ben essere la combinazione giusta in un mondo che, nonostante le recessioni, rimane orientato in senso inflazionistico e espansivo ». Se una politica del genere promuovesse piena occupazione e stabile sviluppo, « probabilmente a lungo andare potrebbe essere la più comoda per il contribuente, nonostante la superficiale apparenza di forti oneri per interessi sul debito pubblico » (p. 213).

In tal modo alti tassi per le obbligazioni e la preminenza di preoccupazioni di controllo della liquidità su considerazioni di costo per interessi nella politica di gestione del debito pubblico diventano la pietra angolare delle raccomandazioni del Comitato. Questo punto di vista è ineccepibile, anche alla luce di principi bancari tradizionali, nelle attuali condizioni della Gran Bretagna.

Queste decise opinioni in tema di politica dei tassi d'interesse saranno forse deludenti per molti osservatori inglesi e americani che potrebbero approvare le posizioni assunte dal Comitato su altri aspetti delle attività e degli indirizzi di una banca centrale. Molti critici dell'azione delle banche centrali e dell'impiego recente della politica monetaria in Inghilterra e in America — i fautori dell'espansione creditizia e del denaro a buon mercato — hanno avuto tendenza a insistere che alle considerazioni di costo sia da conferire un'importanza, non già insignificante, ma preminente nella formulazione della politica del debito pubblico. Recenti dibattiti negli Stati Uniti, specie in relazione con i limiti massimi imposti per legge alle obbligazioni del Tesoro (6), fanno apparire tanto più impressionante che i nove membri del Comitato inglese — esponenti di organizzazioni sindacali, del mondo del lavoro, di ambienti giuridici, università e banche — siano giunti ad un accordo unanime su

(6) Tra il 1952 e il 1958 le istituzioni che raccolgono risparmio a lungo termine negli Stati Uniti acquisirono 95 miliardi di dollari di nuove attività, di cui 86,1 miliardi di attività a reddito fisso; eppure ridussero contemporaneamente i loro portafogli di titoli del governo

questa cruciale raccomandazione. È dubbio che un'analoga raccomandazione avrebbe potuto raccogliere un consenso senza riserve da un Comitato scelto con criteri analoghi negli Stati Uniti.

Vendita di titoli su un mercato al ribasso.

È un peccato che i membri del Comitato, non si siano accontentati di limitare la loro discussione sull'opportunità di tassi elevati agli obiettivi della gestione del debito pubblico. Al contrario si sentirono tratti a considerare i tassi di interesse come uno strumento generale di stabilizzazione economica. La loro fiducia nei tassi d'interesse come mezzo di stabilizzazione della liquidità si fonda in parte, come si vide, sugli aspetti concreti delle pratiche finanziarie inglesi. È convinzione del Comitato che tassi d'interesse appropriati dovrebbero assicurare l'assorbimento da parte del mercato di quel flusso ininterrotto di titoli necessario per la raccolta di nuovi fondi e per il rifinanziamento delle emissioni in scadenza del Tesoro. Senonché la recente esperienza dell'Inghilterra, così com'è ricapitolata nello stesso Rapporto, non fornisce motivi di ottimismo per la tesi che la politica dei tassi d'interesse possa provocare un aumento continuo nei portafogli titoli del settore privato durante le alternanze del ciclo economico.

La fiducia del Comitato che, con tassi appropriati, le autorità potrebbero assicurare la continuità di vendite di titoli al mercato è evidentemente sopravvissuta a continue dispute con esponenti del

americano di 4,4 miliardi. La ripartizione di queste cifre totali (in miliardi di dollari) fra i vari tipi di istituzioni e di attività è precisata nella seguente tabella:

Istituti	Titoli del Tesoro	Mutui ipotecari	Obbligazioni società	Azioni	Attività varie	Totale
Società Assicurazioni vita	- 3,8	17,7	16,1	0,9	7,2	38,3
Savings and Loans Associations	2,1	29,9	—	—	2,5	34,7
Casse mutue di risparmio	- 2,5	13,3	1,4	0,7	1,0	14,0
Fondi pensioni aziendali	- 0,2	0,5	8,6	5,5	1,0	15,3
<i>Totale</i>	<i>- 4,4</i>	<i>61,4</i>	<i>26,1</i>	<i>7,1</i>	<i>11,7</i>	<i>102,3</i>

Tabella elaborata sulla base di dati tratti da « The Investment Outlook for 1959 », Bankers Trust Co., New York, Tabelle 1 a 4.

mondo bancario e con altre persone interpellate. I contrasti d'opinione si appuntavano sulla questione: può il Tesoro vendere titoli su un mercato orientato al ribasso? (7). Gli esponenti ricordati « erano d'avviso che vendite del genere potevano essere effettuate per qualsiasi importo soltanto su un mercato al rialzo » (pp. 203-4). Il Comitato ritenne che la valutazione ufficiale « che la domanda non potesse essere stimolata da prezzi in flessione — opinione non facile da accettare — » li avesse indotti ad essere « completamente passivi, in certo senso fatalisti, nel loro atteggiamento riguardo al movimento dei tassi a lungo termine » (pp. 204-5). Come conclusione, il Comitato espresse la speranza che una più attiva guida ufficiale della politica dei tassi potesse risolvere queste difficoltà.

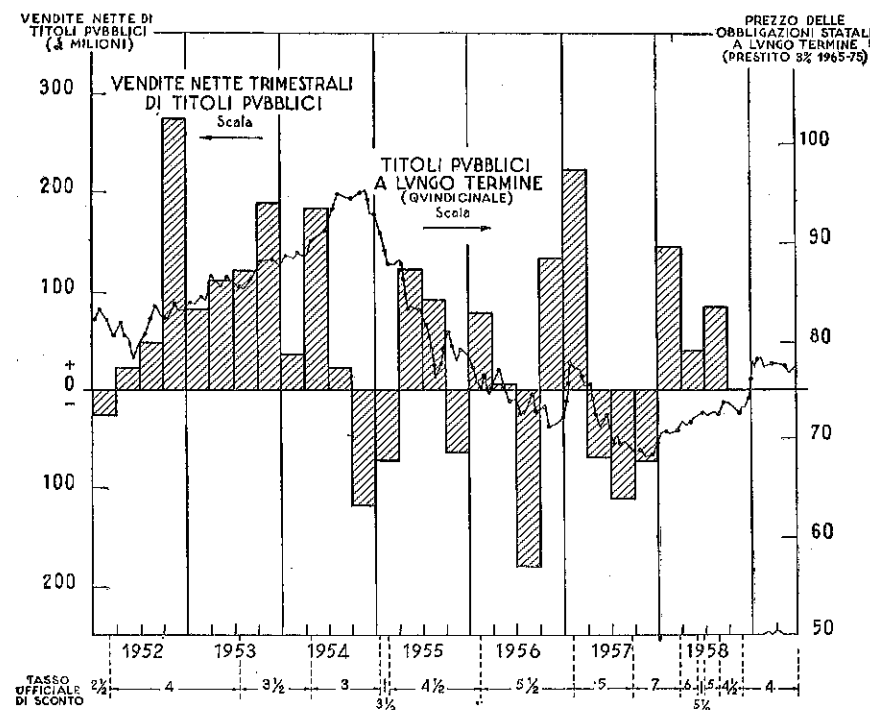
Il Comitato rifiutò le argomentazioni delle autorità inglesi, che sembra abbiano impostato il problema in termini di aspettative di prezzi. Le dichiarazioni rese da esponenti ufficiali furono nel senso che gli investitori erano soliti acquistare titoli largamente quando i rendimenti diminuivano (le quotazioni erano al rialzo), ma tendevano a differire gli acquisti quando i rendimenti salivano (le quotazioni ribassavano). Su un mercato cedente gli investitori erano guidati dalle loro « aspettative di ciò che i prezzi saranno domani o la prossima settimana » (p. 204), e tendevano ad astenersi da acquisti finché i rendimenti non si fossero stabilizzati. Il Comitato riconobbe questo aspetto asimmetrico delle transazioni in obbligazioni, ma concluse che « le aspettative erano state sopravvalutate come forze indipendenti di mercato e che in certi momenti l'influenza delle autorità sulle aspettative stesse è stata corrispondentemente sottovalutata » (p. 208).

Eppure la difficoltà sembra essere stata più che una questione di aspettative. Evidentemente le autorità si trovarono costrette a comprare esse stesse titoli dal mercato, specie nel 1956 e nel 1957, in quanto il settore privato non bancario ridusse di fatto i suoi portafogli titoli. Il Comitato presentò due ordini di documenti su questo punto.

Il grafico riprodotto nella pagina seguente mette a raffronto le vendite di titoli pubblici da parte delle autorità con le variazioni nei prezzi di mercato; esso mostra che le autorità furono in grado di vendere titoli quando i prezzi delle obbligazioni a lungo termine

(7) Cfr. *Report*, pp. 202-207; e *Minutes of Evidence*, domande da 1762 a 1809; da 1841 a 1897; da 2164 a 2171 (e *appendix addendum*, p. 954); e da 11919 a 12065.

VENDITE DI TITOLI PUBBLICI DA PARTE DELLE AUTORITA'
E VARIAZIONI NEI PREZZI DI MERCATO



Fonte: Comitato Radcliffe.

si muovevano al rialzo (e i rendimenti flettevano), ma si trovarono nella necessità di comprare titoli quando i prezzi ribassavano. Vi furono notevoli acquisti dal mercato durante singoli trimestri nel 1954 e nel 1956 e durante tre trimestri del 1957. Di fatto le vendite nette fra il 1955 e il 1957 sembra abbiano appena superato gli acquisti. In altri termini, durante il boom degli investimenti privati 1955-1957, le autorità non furono in grado di coprire per una parte di qualche rilievo i loro fabbisogni di capitale ricorrendo al mercato dei titoli pubblici. Tra aprile e dicembre 1957 ci furono rimborsi in contante particolarmente pesanti di titoli in scadenza (c.d. « *attrition* »).

Il secondo documento è costituito dalla Tabella 2 basata su statistiche presentate dal Rapporto stesso sul finanziamento del Tesoro. Nella penultima riga un residuo, che stima con approssimazione molto grossolana il ricorso ufficiale a fonti di finanziamento

TABELLA 2

INGHILTERRA: FINANZIAMENTO DEI FABBISOGNI DI CASSA DEL TESORO
PER GLI ANNI FISCALI DAL MARZO 1951 AL MARZO 1958
(milioni di sterline)

	1951- 1952	1952- 1953	1953- 1954	1954- 1955	1955- 1956	1956- 1957	1957- 1958
<i>Fabbisogni di cassa</i>							
Avanzo ordinario	380	88	94	433	397	290	423
Deficit « sotto la linea » (*)	- 529	- 524	- 391	- 501	- 538	- 621	- 635
Deficit totale	- 149	- 436	- 297	- 68	- 141	- 331	- 212
Industrie nazionalizzate	- 131	- 275	- 310	- 171	- 316	15	20
Fabbisogni totali	- 280	- 711	- 607	- 239	- 457	- 316	- 192
Entrate extra bilancio	27	108	146	170	98	122	87
Fabbisogni netti di cassa	- 253	- 603	- 461	- 69	- 359	- 194	- 105
<i>Fonti di finanziamento</i>							
Fonti extra mercato:							
transazioni con l'estero (a)	1,063	- 127	- 341	- 175	120	201	- 139
emissione di banconote (b)	50	150	75	100	150	50	125
piccolo risparmio, ecc. (c)	- 369	- 159	- 16	78	- 112	127	- 6
Totale delle fonti extra mercato	744	- 136	- 282	3	158	378	- 20
Ricorso al mercato:							
Totale (d)	- 491	739	743	66	201	- 184	125
Prestiti del sistema bancario (stima)	- 321	304	197	- 131	- 196	- 11	260
Fonti non bancarie (stima)	- 170	435	546	197	397	- 173	- 135
Finanziamento netto del Tesoro	253	603	461	69	359	194	105

(*) Com'è noto, il bilancio inglese è per tradizione distinto in due gruppi di entrate e spese, separati da una linea trasversale, e nel gergo contrassegnati « sopra la linea » e « sotto la linea ». Con grossolana approssimazione la distinzione richiama quella italiana di « entrate e spese correnti » e « entrate e spese in conto capitale ».

(a) Ricavi in sterline da vendite di valuta estera dell'Exchange Equalization Account e da altre transazioni in valuta del Tesoro.

(b) Titoli statali sono tenuti dal Dipartimento d'emissione in contropartita di emissioni di moneta legale.

(c) Obbligazioni di piccolo risparmio, *tax reserve certificates* e altri titoli non commerciabili.

(d) Il totale dei prestiti attinti al mercato è precisato nel Radcliffe Report. I finanziamenti forniti dal sistema bancario sono stimati in modo grossolano, in base alle variazioni di specifiche poste attive delle banche del clearing londinese (prestiti alla giornata, cambiali del Tesoro e investimenti in titoli) risultanti dalle situazioni mensili dei conti. Il finanziamento fornito dalle fonti non bancarie è una cifra residua, ossia una stima molto grossolana.

Fonte: Radcliffe Report, Tab. 6, p. 41.

non bancarie, è calcolato prendendo le cifre del ricorso totale del Tesoro al mercato e deducendone le variazioni nel *call money*, nelle cambiali del Tesoro e nei portafogli titoli delle banche del clearing londinese. La stima suggerisce che gli investitori non bancari effettuarono vendite nette di titoli pubblici negli esercizi fiscali 1956-57 e 1957-58.

Durante il boom degli investimenti, dal 1955 al 1957, gli investitori privati non furono pertanto propensi ad acquistare i nuovi titoli offerti dal Tesoro, che finirono quindi nel portafoglio del Dipartimento di emissione; inoltre, nella misura in cui le autorità comprarono titoli dal mercato, gli investitori ridussero i loro portafogli mediante vendite oppure rinunciando a rinnovare le emissioni scadenti durante l'anno. Il Tesoro riuscì a comprimere il suo ricorso al sistema bancario contro emissione di cambiali del Tesoro soltanto nella misura in cui poté far uso di quella forma di finanziamento infruttifero da parte del pubblico che si realizza con aumenti della circolazione monetaria e poté mobilitare gli introiti in sterline affluenti al Fondo Conguaglio Cambi per effetto delle notevoli perdite di divise estere.

Queste difficoltà nel finanziamento del Tesoro al di fuori del sistema bancario resero l'azione di « consolidamento », tra il 1955 e il 1957, uno strumento di controllo della liquidità adatto solo per fasi di bel tempo, efficace cioè quando i tassi monetari erano al ribasso, ma non quando si muovevano all'insù. La ricetta del Comitato che tassi elevati dovrebbero porre in grado il Tesoro di vendere in ogni tempo importi di titoli sufficienti a tenere sotto controllo la liquidità privata è solo un po' più della politica ufficiale di consolidamento, forse una sua applicazione con uno zelo un po' maggiore. L'esperienza negativa sopra descritta fu uno dei punti principali che i funzionari inglesi han cercato — sembra — di sottolineare durante i colloqui dell'inchiesta e che il Comitato nel suo ottimismo rifiutò di accettare. Questo ottimismo portò il Comitato ad esagerare le possibilità dell'azione ufficiale sul mercato dei titoli pubblici. Nonostante le ardite parole sulla possibilità che le autorità facciano un uso più vigoroso dei tassi d'interesse o li sappiano efficacemente manovrare, fin tanto che i titoli sono acquistati dagli investitori con atto volontario di investimento, è il compratore e non il venditore che probabilmente detta, in ultima analisi, le condizioni.

L'esperienza negativa del Tesoro nel tentativo di assicurare un flusso di titoli verso detentori non bancari durante periodi di espansione economica si è ripetuta durante il movimento di rapida ripresa in Inghilterra del 1959-60. Nel suo discorso sul bilancio del 4 aprile 1960 il Cancelliere Amory ha menzionato « le difficili condizioni che dovemmo fronteggiare sul mercato dei titoli pubblici nell'anno passato » e ricordò che « per l'intero anno facemmo esborsi al mercato dei titoli pubblici per importi maggiori di quelli che riuscimmo a raccogliere con nuove emissioni e vendite ufficiali » (8).

Il Cancelliere riferì che vendite di titoli non commerciabili avevano procurato un afflusso di liquido sufficiente a finanziare le spese in conto capitale del Tesoro durante l'esercizio 1959-60; e preannunciò condizioni più attraenti per questi titoli, per tentare di assicurare l'afflusso di fondi anche durante l'esercizio 1960-61. Poche settimane dopo, il 28 aprile 1960, le autorità britanniche introdussero il sistema dei « depositi speciali » — una varietà delle riserve bancarie obbligatorie — come congegno supplementare di controllo del credito e tornarono inoltre ad imporre pagamenti minimi in contante per gli acquisti a rate di beni di consumo durevoli.

Possono i tassi di interesse controllare la liquidità?

Il problema pertanto, non è solo di aspettative di prezzo; si tratta della « perversa » elasticità dell'offerta di credito, con gli attuali congegni inglesi, durante periodi di espansione economica (non in periodi di recessione). Le grosse scadenze annuali di debito pubblico e il modo con cui il Tesoro finanzia in Inghilterra i suoi bisogni correnti di capitale agevolano il settore privato nel trasferire sul Tesoro il peso delle scarsità di credito. L'esperienza inglese sembra suggerire che vi sono almeno tre ragioni per cui non si

(8) *Parliamentary Debates* (Hansard), 4 aprile 1960, colonne 34 e 35. Il Cancelliere così commentò le difficoltà riscontrate nel 1959-60 sul mercato dei titoli pubblici: « A differenza dell'anno precedente, non avemmo lunghi periodi di domanda sostenuta di titoli pubblici e soltanto occasionalmente potemmo venderne per importi notevoli. D'altra parte, durante l'anno vennero a scadenza non meno di 950 milioni di sterline di titoli governativi e nel corso delle relative operazioni ci fu un certo importo di ciò che gli americani chiamano « attrition », in altre parole, certi detentori di titoli pubblici in scadenza non li sostituirono con altri titoli governativi e dovemmo quindi procedere a pagamenti in contante. Il mercato ebbe anche bisogno di notevole assistenza da parte delle autorità per assorbire le pesanti vendite di titoli effettuate dalle banche durante l'esercizio ».

può fare affidamento sui tassi di interesse per il controllo della liquidità di un'economia in fase di boom.

In primo luogo i tassi di interesse possono « bloccare » gli investitori soltanto nella misura in cui il prezzo di mercato è più basso del prezzo originario di acquisto del titolo. Il margine di perdita che l'investitore sarà disposto ad accettare dipende dal suo bisogno di fondi liquidi o dalle sue aspettative di profitto. In periodi in cui le prospettive di guadagno sono alte, egli può essere propenso ad accollarsi notevoli perdite in conto capitale derivanti da vendite di titoli.

Se gli investitori debbono essere « bloccati » lungo un certo periodo di tempo, i tassi correnti debbono salire ininterrottamente a livelli via via più alti. Ciò significa che i tassi a lungo termine o dovrebbero essere assolutamente flessibili durante il ciclo (e una tale politica creerebbe notevoli difficoltà sotto altri rispetti, come lo stesso Comitato giustamente rileva a p. 174 e segg.), oppure dovrebbero di continuo passare da un livello ad un altro più alto. Se i tassi d'interesse dovessero salire nel prossimo decennio nella stessa misura in cui sono saliti nel decennio passato, raggiungerebbero nei paesi occidentali punte veramente elevate.

In secondo luogo, le scadenze del debito pubblico forniscono al settore privato un mezzo sicuro di ottenere fondi liquidi. Sia le banche sia i detentori non bancari di titoli in scadenza hanno ciò che si potrebbe chiamare un'« opzione gratuita per mezzi contanti », nel senso che possono ottenere liquido senza perdite in conto capitale rifiutando semplicemente di rinnovare i titoli che posseggono. Con scadenze annue di titoli oscillanti fra 600 e 1000 milioni di sterline in Inghilterra (insieme con un ampio volume di debito fluttuante), è difficile vedere come prestatori e mutuatari possano essere « bloccati » da quotazioni al ribasso.

In terzo luogo, è difficile vedere come, nel contesto delle pratiche operative inglesi, la liquidità possa essere controllata mediante i tassi d'interesse durante periodi in cui il settore privato evita di aumentare i suoi portafogli titoli. Giacchè in tal caso il Tesoro trasferisce semplicemente le sue nuove emissioni nei portafogli « ufficiali » e attinge per le sue spese in conto capitale da fonti « ufficiali » o bancarie. I congegni inglesi sono unici nel loro genere, in quanto il Tesoro è sempre sicuro di coprire i suoi fabbisogni di cassa, spesso senza notevoli effetti di costo. Quei congegni aiutano a spiegare come in Gran Bretagna tra il 1955 e il 1957 il

costo del credito fu tenuto alto, senza che vi fosse una corrispondente riduzione nella sua disponibilità. Per usare le parole di un banchiere inglese, « moneta cara e moneta scarsa non sono la stessa cosa » (9).

Il fatto che il credito fosse caro ma non scarso può spiegare perchè i membri del Comitato Radcliffe trovassero così limitate prove dell'efficacia della politica di restrizione monetaria. A loro dire, « la conclusione che ricaviamo dalle prove raccolte è che il principale effetto della restrizione del credito bancario è stato di indirizzare mutuatari insoddisfatti verso altre fonti di credito, il ricorso alle quali era più caro e talvolta più oneroso sotto altri aspetti » (p. 162). Il Comitato non riuscì a trovar prove di un'effettiva riduzione nella disponibilità di credito, per quanto i tassi di interesse fossero stati spinti a livelli elevati. Nemmeno « riuscì a trovare che la stretta creditizia avesse avuto un qualche effetto di rilievo sulle scorte di merci. Nessun segno emerse che la spesa dei consumatori fosse stata forzata al ribasso... Nel campo industriale le banche nel complesso si adoperarono per evitare riduzioni dei crediti in essere, anche se dovettero scoraggiare le richieste di nuove concessioni » (pp. 162-3). In tali circostanze non sorprende che il Comitato finisse con l'essere colpito dalle « limitazioni (della politica monetaria), limitazioni che non possono essere nè ignorate nè evitate » (p. 336).

Nonostante le difficoltà che il controllo della liquidità incontra nelle necessità di finanziamento del debito pubblico, i membri del Comitato non considerarono come un problema la continua espansione del debito pubblico richiesta per finanziare la spesa in investimenti pubblici. Per esempio, essi rifiutarono la proposta di Sir Roy Harrod per un mutamento di politica. Sir Harrod aveva attribuito grande importanza al ruolo assunto dal Tesoro come forte mutuario in tempo di pace e aveva insistito perchè « questo peso fosse eliminato da radicali mutamenti nei prezzi e nella raccolta di capitale delle industrie nazionalizzate » (p. 210). Il Comitato concluse che tale soluzione non appariva realistica, non per ragioni bancarie, ma perchè le industrie nazionalizzate nel loro complesso « non ricavano proventi netti dal capitale impiegato » e dispongono di margini piccolissimi per rialzi di prezzi (p. 219). Il Comitato

(9) Discorso di A. W. TUBE, Presidente della Barclays Bank, in « The Economist », (Londra), 21 gennaio 1956, p. 246.

respinse anche la possibilità di aumentare l'imposizione fiscale quando « il deficit di bilancio viene usato in effetti per finanziare aumenti dell'attrezzatura produttiva dell'economia » (p. 207), come se l'effetto inflazionistico a breve termine di un investimento fosse in qualche modo in relazione con la sua produttività; e affermò essere desiderabile che a tal fine continuasse a prendere a prestito sul mercato dei titoli pubblici. In aggiunta, il Comitato raccomandò che i fabbisogni di credito delle autorità locali, che nel 1955 erano stati orientati verso il mercato finanziario, fossero di nuovo soddisfatti dal Tesoro attraverso il Public Works Loan Board (10). Le suddette raccomandazioni significano che il Tesoro dovrebbe trovare sul mercato dei titoli pubblici somme liquide ingentissime, di anno in anno, per i due gruppi di spesa menzionati.

Liquidità privata e debito pubblico crescente.

La facilità con cui il settore privato riuscì tra il 1955 e il 1957 a frustrare i tentativi di ridurre le sue disponibilità di credito dà risalto a talune delle conseguenze di un continuo bisogno di liquido da parte del Tesoro e di una cospicua fluttuante offerta di titoli del Tesoro in mani private. Probabilmente non è più possibile agli economisti di continuare con le comode tesi — ereditate dal decennio prebellico con le sue risorse inattive e le sue necessità di finanziamenti coperti con disavanzi di bilancio — che l'entità del debito pubblico non ha importanza, giacchè è un debito verso noi stessi, o assumere che un'economia può adeguarsi a qualsiasi volume di debito. È vero che lo stesso Rapporto Radcliffe rileva che il peso del debito pubblico inglese è oggi minore in un certo senso « relativo » di quanto fosse prima del 1939: nel 1935 equivaleva al 204% del reddito nazionale; nel 1958 equivaleva al 168% (p. 193). Senonchè oggi le politiche fiscali sono dominate dagli obiettivi della gestione del debito pubblico, mentre ciò quasi non avveniva nel 1935. Inoltre forse non è fortuito il fatto che la più forte valuta del mondo in questo momento, il marco tedesco, appartiene ad un paese che ha assorbito con una conversione l'eccesso di circolazione bellica e che non ha preoccupanti problemi nè di scadenze di emissioni

(10) Il Tesoro inglese respinse specificamente questa raccomandazione. Cfr. *Parliamentary Debates* (Hansard), 26 novembre 1959, col. 583-587.

pubbliche nè di finanziamenti di spese capitali del Tesoro e nemmeno vasti portafogli privati di carta del Tesoro cui attingere per scopi di liquidità.

Secondo standards storici oggi l'entità del debito pubblico inglese è di molto superiore — e i bisogni di liquidità del settore privato probabilmente molto inferiori — ai livelli prevalenti in epoche precedenti, allorchè erano esperienze consuete, non condizioni di continua piena occupazione e di prezzi crescenti, ma ricorrenti depressioni e crisi private di liquidità. Secondo stime attendibili il debito governativo è oggi pari a più di metà del patrimonio netto del settore privato in Inghilterra (11). Per l'investitore privato un complesso molto vario di strumenti non governativi di investimento è oggi in concorrenza con titoli governativi come sbocco per i suoi fondi; di conseguenza, non ci sono più evidenti motivi per una decisa preferenza per titoli del Tesoro indenni da rischi d'insolvenza e dotati di maggior commerciabilità (12), specialmente nella situazione di questo dopoguerra di produzione e redditi in continua espansione. Per l'uomo d'affari, le decisioni di investimento possono ora esser poste in relazione non con disponibilità di credito, ma con fondi prospettivi ottenibili « dalla percezione di reddito (per esempio da vendite), o dalla liquidazione di cespiti patrimoniali o dal ricorso a prestiti » (p. 133). Mercati stabili e prezzi in aumento mettono in grado le aziende di programmare la loro espansione sulla base così dei ricavi correnti come di quelli previsti (13). D'altra parte un debito pubblico gonfiato, prima da politiche antidepressive, poi dal finanziamento della guerra e infine dalle spese postbelliche in beni capitali ha fornito al settore privato inglese una fonte molto diffusa di liquidità. È stata la necessità del Tesoro di fronteggiare le esigenze sia del debito pubblico sia delle sue spese correnti che ha creato alle autorità tante difficoltà per il controllo del credito.

(11) Cfr. E. VICTOR MORGAN, *What Role for Interest Rates*, in « The Banker », ottobre 1959, p. 587.

(12) Cfr. *Treasury-Federal Reserve Study of the Government Securities Market*, I Parte (Washington, 1959), p. 5.

(13) Negli Stati Uniti, anche se non Inghilterra, anche i prestiti bancari (nella forma di prestiti a medio termine, al consumo, e ipotecari) sono ora principalmente basati sul reddito previsto dei mutuatari; e le banche commerciali non concentrano più la loro attività su prestiti per brevi periodi e ad autoliquidazione. Si veda, per esempio, HERBERT N. PROCHNOW, *Bank Liquidity and the New Doctrine of Anticipated Income*, in « Journal of Finance », dicembre 1949, p. 208.

È nell'esame di come il settore privato può trasferire e mobilitare titoli del Tesoro per scopi di liquidità che si fa evidente il grosso errore commesso dal Comitato Radcliffe col tentare di mettere da parte il concetto di offerta di moneta. Dopo tutto un titolo del Tesoro non è, per se stesso, capace di aumentare la spesa corrente; esso deve prima essere convertito in un deposito bancario. Questo spostamento da un precedente ad un nuovo investimento è un processo a due fasi: *a*) svincolo (*disentangling*) (14) degli investimenti originali mediante conversione in contanti; *b*) impiego del contante per acquistare nuovi cespiti patrimoniali. La seconda fase è evidentemente automatica; è quindi essenziale concentrarsi sulla prima quando si tenta di limitare spostamenti degli investimenti privati durante periodi di espansione economica.

Il compito di limitare spostamenti del genere tra cespiti finanziari e cespiti monetari è sempre stata la principale responsabilità del tasso d'interesse. Giacchè i tassi di interesse pongono le condizioni alle quali l'investitore ottiene contante da un vecchio cespite finanziario. Crescenti rendimenti delle obbligazioni durante un boom aiutano a frenare il movimento di mobilitazione, in quanto le crescenti perdite in conto capitale sui vecchi titoli riducono l'attrattiva netta di ogni opportunità di nuovi investimenti. Poichè lo stock di cespiti finanziari supera di molto l'offerta di moneta in ogni momento, il flusso da titoli a contante deve essere tenuto in pugno, specie se il ritmo dell'espansione economica viene crescendo.

In questo processo ciò che accade all'offerta di moneta è molto più importante di ciò che accade ai tassi d'interesse (15). Se le autorità monetarie consentono che l'offerta di moneta si sviluppi nella stessa misura, via via che i titoli sono venduti, le vendite non esercitano alcuna influenza sui tassi d'interesse, nè i prezzi delle obbligazioni necessariamente ribassano. In queste condizioni di

(14) Questo termine fu introdotto in un contesto un po' diverso dal Prof. D. H. ROBERTSON (cfr. *Essays in Monetary Theory*, Staples Press, Londra, 1940, p. 13). Esso mi è stato suggerito dal Dr. Ronald F. Henderson, Corpus Christi, Cambridge.

(15) L'opinione contraria fu presentata al Comitato Radcliffe dal Prof. R. F. KAHN con queste parole: « È implicito in questa opinione che i tassi d'interesse dovrebbero essere lasciati a se stessi e che la quantità di moneta è ciò che conta. La mia risposta è che sono i tassi d'interesse che contano, intesi in ampio senso, e non la quantità di moneta » (*Minutes of Evidence*, domanda 10986). La testimonianza del Prof. Kahn evidentemente impressionò il Comitato poichè il Rapporto afferma: « Seguiamo pertanto il Prof. Kahn e il testo che ci ha sottoposto nell'insistere sulla struttura dei tassi d'interesse piuttosto che su una qualche nozione dell'offerta di moneta, come chiave di volta dell'azione monetaria » (p. 134).

virtuale « blocco » delle quotazioni, è ovvia l'aspettativa che dette vendite continuino e probabilmente si accelerino via via che le opportunità di investimento si ampliano durante la fase di ascesa ciclica. Senonchè a un qualche punto, col realizzarsi di un'utilizzazione più piena delle risorse, le vendite debbono essere rallentate ed i prezzi delle obbligazioni debbono essere lasciati cadere.

Se invece le autorità monetarie mantengono immutata l'offerta di moneta, le vendite di titoli provocano ribassi dei loro prezzi e aumenti dei tassi d'interesse. Nessun titolo potrebbe essere convertito in contante se un altro detentore di depositi non consentisse di acquistarlo. In questo processo, il controllo della *liquidità totale* del settore privato (non della liquidità del detentore di titoli) sarebbe assoluto — a prescindere da effetti di velocità; un flusso da titoli a depositi sarebbe compensato da un flusso inverso da depositi a titoli. Nel caso inglese lo scopo di « piazzare » obbligazioni statali è di evitare che il Tesoro prenda a prestito dal sistema bancario; in questo diretto senso il controllo della liquidità, come è chiamato dal Comitato, equivale a nulla più che un controllo della creazione di depositi bancari, ossia dell'offerta di moneta. Soltanto esitando titoli le autorità inglesi possono sperare di stabilizzare la liquidità del settore privato; ma la politica di « consolidamento » si è dimostrata uno strumento da bel tempo proprio perchè non è stato possibile imporre un'efficiente stretta creditizia al settore privato senza controllare le richieste del Tesoro al sistema bancario, senza controllare cioè la sua azione sulla offerta di moneta. Affermano i membri del Comitato: « noi consideriamo il controllo dell'offerta di moneta essere non più di un importante aspetto della gestione del debito pubblico »; ma avrebbero ben potuto anche dire che la gestione del debito pubblico è stata soltanto un mezzo per controllare l'offerta di moneta.

Il grande difetto di una politica intesa a limitare l'offerta di moneta è, agli occhi dei fautori del denaro a buon mercato, che i tassi d'interesse si sposterebbero sempre all'insù col crescere della pressione della domanda. Riducendo i suoi portafogli titoli, il settore privato in Inghilterra può sfuggire a restrizioni creditizie, come fece tra il 1955 e il 1957. E il Tesoro, massimo mutuatario sul mercato a causa delle sue scadenze annuali e delle continue nuove necessità di fondi, è allora forzato a pagar tassi marginali in concorrenza con i mutuatari privati; questi tassi per il denaro a breve

e lungo termine possono essere elevati, come avvenne in Inghilterra nell'autunno 1957 e nel Canada nell'estate 1959.

Il Tesoro può ridurre quest'onere delle restrizioni creditizie nella misura in cui i suoi bisogni di cassa siano eliminati e vengano ridotte le sue scadenze annuali. Le politiche fiscali compensative degli anni '30, rivedute per tener conto dei bisogni totali di cassa del Tesoro e non soltanto delle sue spese correnti, avrebbero per effetto di contenere l'aumento nei tassi d'interesse e l'espansione della liquidità privata durante periodi di boom. Avanzi nelle entrate fiscali permettono al Tesoro di estinguere debiti in essere; e i rimborsi di debiti accrescono i fondi sui mercati finanziari.

Alla luce dei tipi di ciclo sperimentati nel periodo postbellico, il nostro attuale problema di stabilizzazione economica è di impedire che ampie fluttuazioni negli investimenti privati creino di tempo in tempo pressioni per eccesso di domanda totale. In Inghilterra si tratta di conciliare spese private fluttuanti con investimenti pubblici in continua espansione. A causa dei problemi di gestione del debito pubblico, le autorità britanniche furono costrette a ricorrere ad un insieme vario di misure monetarie e fiscali fra il 1955 e il 1957, nel tentativo di tener sotto controllo la domanda del settore privato. Nell'aprile 1960 hanno anche introdotto speciali strumenti di controllo del credito per frenare il nuovo movimento espansivo. Durante l'espansione degli anni 1955-57 e durante i precedenti anni di questo dopoguerra, l'esperienza inglese è stata che gli investimenti pubblici dovettero alla fine esser notevolmente ridotti, spesso nel mezzo di una crisi valutaria. Nell'opinione del Comitato, decisioni del genere furono « una confessione di fallimento: esse possono comportare sperperatori sconvolgenti di programmi, come quando gli investimenti nel settore pubblico furono ridotti nel 1957 » (p. 207).

Che non sia giunto il momento per noi tutti — economisti, politici e operatori in generale — di riconoscere che la sola moneta a buon mercato su cui il Tesoro può (e dovrebbe) contare è la moneta « fiscale »? Le entrate fiscali non comportano oneri per interessi, non creano problemi di scadenza e non possono diventare una fonte di liquidità per il settore privato. Molti fautori del denaro a buon prezzo, che propongono di procedere ulteriormente nella creazione di credito per accelerare lo sviluppo delle economie occidentali, sembra dimentichino che il sistema fiscale russo fa assegnamento su alte tasse di scambio per ridurre il consumo e rendere disponibili risorse volte ad espandere gli investimenti pubblici. Una

politica di tassi d'interesse elevati è soltanto un « ottimo secondo », in quanto crea problemi di gestione del debito pubblico e fornisce al settore privato una massa fluttuante di liquidità che complica enormemente il governo monetario e fiscale durante periodi di boom. Pure, l'accettazione da parte del Tesoro di alti tassi per i suoi titoli è indubbiamente un passo nella direzione giusta. La raccomandazione espressa al riguardo dal Comitato Radcliffe è, di fatto, l'indirizzo ora accettato in Inghilterra dagli ambienti governativi e dal pubblico. Con tutte le sue limitazioni — che sono notevoli — il contributo peculiare del Rapporto Radcliffe e il suo principale titolo per essere considerato un eminente documento negli studi monetari e una guida per indirizzi di politica economica probabilmente si basano sulla netta affermazione che tassi elevati sui titoli obbligazionari « saranno probabilmente a lungo andare la soluzione più facile per il contribuente, nonostante la superficiale apparenza di un elevato onere per interessi da pagare sul debito pubblico » (p. 213).

SAMUEL I. KATZ