

Il Rapporto Radcliffe e l'odierna politica monetaria inglese (*)

I

Sono trascorsi quasi cinque anni dal momento in cui il Comitato Radcliffe fu incaricato di compiere un'inchiesta sul funzionamento del sistema monetario inglese e due anni e mezzo dalla data di pubblicazione del suo Rapporto. Nel frattempo altri paesi — il Belgio, la Norvegia ed il Canada — hanno dato il via ad inchieste analoghe, ed in altri paesi ancora i responsabili del governo monetario hanno sottoposto le loro opinioni a rigoroso esame. È questo, forse, il momento opportuno per tornare su quei problemi, considerati dal Comitato Radcliffe, che presentano qualche interesse per lettori non inglesi e per passare in rassegna i connessi sviluppi della politica monetaria britannica negli ultimi anni.

Nel preparare la presente rassegna per un pubblico estero, tengo, sin dall'inizio, a mettere in evidenza due punti. Primo: il Comitato Radcliffe, contrariamente a quella che sembra essere una impressione comune, *non* fu incaricato di condurre un'inchiesta sulle cause dell'inflazione o di trovare rimedi contro di essa. Fu incaricato di un compito molto più limitato e più tecnico: quello, cioè, di esaminare il funzionamento del sistema monetario. Naturalmente, i risultati delle sue indagini hanno avuto riflessi importanti sul problema dell'inflazione ed il Comitato ha mostrato coscienza di ciò in vari punti del suo Rapporto. Ma il suo vero compito è stato quello più ristretto; se al Comitato fosse stato chiesto di occuparsi del problema dell'inflazione, i suoi membri avrebbero ritenuto necessario raccogliere testimonianze ben più ampie, il suo lavoro sarebbe durato ben più a lungo e, ritengo, non sarebbe stato possibile ottenere quell'unanimità raggiunta invece su questioni tecniche.

In secondo luogo, dal momento che feci parte del Comitato, devo sottolineare che esso ha cessato di esistere nel luglio 1959.

(*) Il presente articolo è stato pubblicato nel testo francese dal « Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque Nationale de Belgique ».

Ciò che segue rappresenta, quindi, un punto di vista strettamente personale, del quale nessun altro membro del Comitato può essere, in alcuna maniera, ritenuto responsabile. Quando parlo del « punto di vista del Comitato » o del « punto di vista Radcliffe », si tratta di generalizzazioni tratte dal Rapporto o di reminiscenze personali delle discussioni del Comitato.

Certi argomenti trattati nel Rapporto non sono richiamati nel presente articolo. Di gran lunga il più importante tra essi, è quello riguardante l'aspetto internazionale della politica monetaria inglese. Ai lettori stranieri tale argomento è familiare, ed è sufficiente aggiungere che le raccomandazioni del Comitato non invocarono alcun sostanziale mutamento della politica monetaria inglese. Successivamente, sia nelle dichiarazioni, sia nei fatti, le autorità inglesi si sono attenute alla linea di condotta suggerita dal Comitato: in modo particolare, per quanto riguarda il mantenimento di un tasso di cambio fisso e l'aumento della liquidità internazionale mediante lo sviluppo della cooperazione internazionale. (L'ampio previsto margine di avanzo della bilancia dei pagamenti per partite correnti, a proposito del quale il Comitato citò, consenziente, testimonianze ufficiali, non si è verificato nei fatti; un saldo di 200-300 milioni di sterline rappresenterebbe, al momento, un obiettivo più ragionevole.)

Anche il problema dei crediti alle esportazioni era stato attentamente esaminato dal Comitato. Qui dirò soltanto che, in questo campo, le autorità sono state almeno così decise nell'azione quanto il Comitato aveva raccomandato di essere.

Per quanto riguarda il credito all'agricoltura ed il fabbisogno di credito delle piccole imprese, il Comitato aveva suggerito nient'altro che semplici ritocchi di tecniche bancarie esistenti; alcune banche hanno preso atto di tale consiglio.

Il Comitato aveva anche raccomandato di esaminare la possibilità di creare un istituto speciale per il finanziamento su scala ridotta di brevetti e di invenzioni; in questo senso c'è stato un esame preliminare, ma senza approdare a nulla di definitivo.

Circa il meccanismo dei pagamenti, il Comitato aveva raccomandato che, a meno che le banche non avessero istituito un loro proprio servizio, sarebbe stato opportuno considerare la possibilità di un sistema di giro-conti presso la rete degli uffici postali. Pare che al riguardo vi sia stata un'inchiesta dipartimentale, ma che il

relativo rapporto sia stato messo da parte dalle autorità, dal momento che le banche hanno, di fatto, grandemente sviluppato i loro propri servizi.

Infine, tra gli argomenti non discussi nel presente articolo c'è la questione del debito pubblico. Molte delle raccomandazioni e delle dettagliate osservazioni del Comitato a tale proposito presentavano un interesse puramente interno, avendo riferimento a caratteristiche tecniche peculiari dell'Inghilterra; una discussione su tali aspetti sarebbe qui fuori luogo. Alcuni degli aspetti più ampi sono invece collegati con le opinioni del Comitato a proposito della politica monetaria generale e vengono considerati nel seguito del presente articolo.

Per il resto, ci occuperemo dei tre principali argomenti ai quali il Comitato ha dedicato tanta attenzione nel suo Rapporto. Essi sono: il problema dell'informazione sulle questioni finanziarie, il controllo della quantità di moneta e la politica del tasso di interesse. Ritengo sia interessante considerare (a proposito di questi tre argomenti) la posizione presa dal Comitato e i successivi sviluppi della politica inglese. Ho aggiunto una breve sezione sul problema costituzionale della posizione della banca centrale, dato che, sebbene questo argomento non abbia la stessa importanza degli altri, presenta pur sempre un grande interesse per l'estero ed, inoltre, intorno ad esso, sono sorti non pochi equivoci. Le questioni trattate nelle sezioni seguenti si riferiscono perciò principalmente ai capitoli 10, 6 e 9 del Rapporto Radcliffe. Il contenuto di tali capitoli implica, tuttavia, la conoscenza dei capitoli precedenti, particolarmente 4 e 5; ciò va sottolineato perchè alcuni equivoci, in particolar modo a proposito del capitolo 6, sono dovuti al non aver preso debita nota del contenuto dei capitoli precedenti.

II

Consideriamo, per prime, le cose più importanti. Il Rapporto fu soprattutto una presa di posizione in favore di un maggior grado di informazione. Due ragioni principali sostennero questa decisa opinione del Comitato. Primo, esso ebbe a constatare che la stessa propria inchiesta sul funzionamento del sistema era stata seriamente ostacolata dalla mancanza di informazioni. Non che enti, ufficiali

e privati, non avessero collaborato; al contrario, il Tesoro e la Banca d'Inghilterra fecero notevoli sforzi e il materiale raccolto in alcuni altri ambienti fu il frutto di una preparazione molto laboriosa. Il guaio fu piuttosto che fino a quel momento molte attività finanziarie erano state avvolte nel mistero, gli organi responsabili non erano abituati a dare chiare spiegazioni e, alle volte, i dati statistici non erano stati affatto raccolti. Per conseguenza, il Comitato dovette constatare che il suo principale compito, cioè quello di mettere in luce il funzionamento del sistema monetario, non poteva essere assolto con il grado di precisione desiderato; in alcuni punti cruciali le conclusioni poterono perciò essere soltanto esplorative e, nel migliore dei casi, mancarono di quella esattezza quantitativa così importante ai fini della politica monetaria.

La seconda ragione principale che indusse il Comitato a sottolineare la necessità di una migliore documentazione statistica, fu che, dal momento che non esisteva un'adeguata messe di dati, nè le autorità monetarie nel determinare la politica da seguire di giorno in giorno, nè i pubblici « commentatori », il cui compito è di giudicare la politica ufficiale, avevano informazioni adeguate sulle quali basare i loro giudizi. Da ciò la necessità di poter disporre di serie ininterrotte di dati statistici e di informazioni di altro genere. Buona parte di tale documentazione si riferisce all'andamento dell'attività industriale e commerciale e al comportamento generale del sistema economico; in materia c'è stato, in Gran Bretagna, un notevole miglioramento negli ultimi venti anni. Ma il miglioramento non è stato esteso all'area delle informazioni finanziarie. In questo particolare campo l'arretratezza della Gran Bretagna era quasi incredibile agli occhi degli stranieri che parteciparono alla inchiesta: per esempio, non esisteva nessuna pubblicazione, neanche un accertamento ufficiale, del totale dei depositi delle banche commerciali fino al gennaio 1959, quando le banche, dopo lunghe discussioni con il Comitato, si persuasero finalmente ad iniziare tale serie.

Per queste ragioni il Comitato è tornato di continuo, nel suo Rapporto, sulla necessità di maggiori informazioni; ha dedicato un intero capitolo all'argomento « statistiche »; e qualche cosa come due terzi delle sue raccomandazioni e dei suoi suggerimenti (in numero complessivo superiore al centinaio) si riferiscono a tale tema. Convinto che la sola base sicura per una politica monetaria

è costituita da una estesa consapevolezza da parte di un pubblico informato, il Comitato ha insistito non soltanto sulla necessità imperativa di accurate informazioni per scopi ufficiali, ma anche sull'importanza che la loro divulgazione sia la più ampia possibile. Questa parte del Rapporto è stata accettata senza riserve dalle autorità e in generale dagli ambienti qualificati, sebbene obiezioni oscurantistiche siano state, alle volte, sollevate in certi circoli finanziari. La preparazione della documentazione da sottoporre al Comitato diede essa stessa un impulso alla raccolta di dati, che fu ulteriormente incoraggiata dalle discussioni che il Comitato ebbe con i vari testimoni. Un certo progresso c'era quindi già stato prima che il Rapporto fosse pubblicato, e ha continuato in seguito, grazie alla accettazione, da parte delle autorità, del punto di vista del Comitato. Diverse utili nuove serie di dati statistici sono state iniziate nel bollettino trimestrale della Banca d'Inghilterra. Sono attesi ulteriori sviluppi, ma l'andatura è deludente per lentezza. Tale lentezza è, in parte, inevitabile: i problemi tecnici da risolvere sono spesso complessi; è doveroso, quindi, aver pazienza per permettere che il lavoro sia fatto con accuratezza; tanto più che sono pochi gli statistici esperti in questo campo. Ma non si può fare a meno di sospettare che, mancando una vera pressione dall'alto, sia stato possibile, ai pochi dissidenti di certi circoli finanziari, di rallentare il progresso d'aggiornamento. Se i ministri avessero esercitato la pressione che sembrava implicita nei termini della prima dichiarazione sul Rapporto fatta dall'allora Cancelliere dello Scacchiere e se i « commentatori » avessero appoggiato la posizione del Comitato, invece di accontentarsi di approvazioni formali, prima di passare a criticare le parti del Rapporto che trovavano più difficili da seguire, il progresso sarebbe stato forse più veloce.

I miglioramenti non si sono limitati alle serie statistiche. Una favorevole accoglienza è stata riservata ai commenti ed agli articoli descrittivi contenuti nel bollettino trimestrale della Banca d'Inghilterra. Il bollettino ha ora compiuto il suo primo anno; e ogni numero è stato più circostanziato e più interessante del precedente. Un altro mutamento che, come il bollettino suddetto, può essere accreditato al lavoro del Comitato, è rappresentato dal fatto che le dichiarazioni ufficiali sulla politica monetaria sono divenute un po' più chiare e complete; in generale, esse hanno cessato di essere insulti al buon senso, come erano quasi sempre per l'addietro.

III

Il Comitato, dopo aver esaminato, nella maniera più esauriente possibile, il funzionamento degli istituti finanziari, cercò di documentarsi sul modo di reagire dei vari settori del mondo degli affari all'impiego di misure di politica monetaria. Qui, di nuovo, il Comitato si trovò gravemente svantaggiato dall'assenza di indagini sistematiche estendentisi per un utile periodo di tempo, ed alcune delle sue conclusioni più importanti furono necessariamente di tipo esplorativo. Ciò vale soprattutto per la documentazione riguardante le reazioni del mondo degli affari ad apprezzabili variazioni dei saggi d'interesse: aspetto tanto più importante, in quanto esistevano prove convincenti che il restringere il credito bancario ha, per se stesso, scarsa efficacia diretta nell'arrestare rapidamente un'indesiderabile espansione della domanda totale. L'apparente indipendenza di cui il mondo degli affari gode — almeno nel brevissimo periodo, che è il più rilevante ai fini della politica anticiclica — da restrizioni attuate mediante limitazioni dell'offerta di moneta bancaria, deriva dalla fiducia che gli operatori ripongono in altre attività liquide e nella possibilità di ottenere prestiti al di fuori delle banche commerciali. Dato che un'ampia gamma di titoli di debito di istituti finanziari non bancari sono considerati come prontamente convertibili in moneta (nel senso stretto di mezzo di pagamento finale) e dato che le imprese possono altresì superare una temporanea deficienza di fondi prendendo a prestito dai loro fornitori (« credito mercantile »), il volume degli acquisti — *delle ordinazioni* — è condizionato dalla disponibilità generale di attività liquide piuttosto che dalla quantità esistente di mezzi di pagamento. Se le « unità » che effettuano acquisti nel settore privato (per usare una espressione che comprenda sia i consumatori individuali che le imprese) trovano vantaggioso assumere maggiori impegni d'acquisto, esse spenderanno di più e, quando verrà il momento, faranno compiere un maggior lavoro alla medesima, limitata, quantità di moneta. In queste circostanze, esse non saranno facilmente ostacolate da una qualsiasi rigida limitazione della quantità di moneta esistente.

Negli Stati Uniti si è prestata una certa attenzione a questo fenomeno, con particolare riferimento agli effetti dello sviluppo di intermediari finanziari diversi dalle banche. Questi intermediari sono diventati sempre più importanti anche in Gran Bretagna, ma

non si potrà mai troppo accentuare il fatto che in Gran Bretagna, negli anni cinquanta, fu l'elasticità del credito « mercantile », piuttosto che l'elasticità delle posizioni debitorie degli intermediari finanziari non bancari, a mettere in difficoltà le politiche monetarie di restrizione. Fu soprattutto il credito di cui possono valersi i compratori, semplicemente ritardando più del solito i pagamenti che sono tenuti a fare, ad espandersi con facilità quando veniva ristretto il credito bancario.

Il Comitato Radcliffe ha sottolineato questo intralcio al funzionamento di politiche monetarie restrittive. Ma la validità del suo assunto è stata contestata da alcuni economisti. Non è questo il luogo per discutere il punto; si può tuttavia accennare ad alcuni dei problemi più generali.

Primo, si osserva da taluni che la circolazione relativamente insignificante delle attività finanziarie non bancarie (cioè le attività liquide, diverse dai depositi bancari e dal denaro contante in possesso di imprese non bancarie e di persone) prova che questi sostituti della moneta aggiungono poco alla pressione della domanda totale. Ma ciò trascura completamente il fatto che, in una comunità moderna, le ordinazioni (l'esercizio effettivo della domanda) sono indipendenti, a causa dell'esistenza del credito, dalla disponibilità di mezzi di pagamento finale. Non che le imprese si servano di un'obbligazione fondiaria (o di un titolo di credito verso una *Building Society*) per scambiarla contro contante allo scopo di effettuare un pagamento; piuttosto, dato che le imprese sono in possesso di sostituti della moneta, si sentono sicure che, quando giungerà il momento del pagamento, saranno in grado, se necessario, di « procurarsi il denaro ». Se tale comportamento si generalizza, la domanda monetaria totale di beni e servizi aumenta in modo apprezzabile, e le imprese, che hanno accresciuto i propri impegni, troveranno che, di fatto, possono far fronte a questi impegni mediante gli aumentati incassi. Nei limiti in cui non vi riescono, le imprese possono ottenere prestiti (servendosi delle possibilità del credito « mercantile ») da altre imprese che hanno aumentato gli incassi o che erano in precedenza titolari di grossi conti in banca. In effetti, l'immutato volume di moneta viene fatto « lavorare » di più: non è che la collettività abbia fatto circolare rapidamente i sostituti della moneta, al contrario ha fatto circolare più velocemente la moneta vera e propria.

Il credito « mercantile » e gli intermediari finanziari non bancari esistono, ovviamente, da lungo tempo: essi, e altre specie di sostituti della moneta, hanno avuto un ruolo notevole, per generazioni, in ogni analisi dettagliata del sistema monetario — dai giorni di Henry Thornton a quelli di Irving Fisher e di seguito. Secondo l'opinione dominante, la quantità di tali sostituti della moneta è, in un modo o nell'altro, così strettamente collegata alla quantità esistente di moneta vera e propria da far sì che il controllo su questa ultima fornisce alle autorità un efficace mezzo di controllo dell'intera attività economica. La storia monetaria non ci consente affermazioni categoriche; ritengo, però, che l'opinione tradizionale sia esatta. In tempi recenti, tuttavia, si sono verificati due importanti sviluppi i quali hanno reso possibile un funzionamento alquanto diverso del sistema economico. Primo, la fiducia in politiche di pieno impiego ha gradualmente mutato le basi del credito « mercantile » e la posizione di certi intermediari finanziari. La convinzione che le autorità non lasceranno sviluppare gravi contrazioni dell'attività economica altera le caratteristiche dell'attività creditizia da parte di imprese, sia finanziarie che no: c'è sempre, sì, la necessità di valutare una gran varietà di rischi, ma non c'è più, oggi, il rischio che un'impresa efficiente — un « solido mutuuario » nell'opinione del mutuante — sia travolta da una crisi generale. Similmente le acque più calme in cui la politica di piena occupazione permette alle imprese finanziarie di navigare, le rende più sicure, e questa sicurezza è stata accresciuta da ciò che può chiamarsi un'ampia generalizzazione, in tutta la comunità finanziaria, dei modi d'agire propri della banca centrale. (Il lettore è di nuovo avvertito che questo articolo si occupa, come il Rapporto Radcliffe, esclusivamente del sistema inglese.) Gli istituti finanziari inglesi formano una comunità intimamente unita — per molti scopi la si può identificare con la « City » di Londra — e in essa si è sviluppato, ben al di là del circolo immediatamente vicino alla Banca d'Inghilterra, un forte senso di solidarietà. In questa comunità si è estremamente contrari a permettere il crollo di una qualsiasi impresa finanziaria o persino a lasciar che le sue difficoltà vengano messe a nudo di fronte alla pubblica opinione; in un modo o nell'altro un'impresa che si trovi in difficoltà verrà aiutata ad uscirne, senza danno per il pubblico. Questo atteggiamento comporta una comune responsabilità nel vigilare che gli istituti finanziari del paese siano in buone mani; e tale responsabilità è accettata

non solo dalla Banca d'Inghilterra, ma da un cerchio molto più ampio.

Tutto ciò significa che i titoli di debito di una ampia gamma di imprese finanziarie, e d'altro tipo, sono diventati molto più degni di fiducia di quanto fossero un tempo, e (almeno come riserva di valori) sono, pertanto, dei sostituti della moneta molto migliori che in passato. La loro offerta, inoltre, non è soggetta a drastiche riduzioni a causa di timori di crisi monetarie. In queste circostanze è ragionevole attendersi che la domanda di liquidità verrà soddisfatta da sostituti della moneta in modo più ampio di un tempo. Ciò non significa semplicemente che il rapporto tra il reddito monetario complessivo e la quantità esistente di moneta vera e propria può essere più elevato (di ciò si tiene conto, per esempio, nell'analisi del Fisher ed in altre analisi tradizionali), ma anche che — col farsi i sostituti della moneta sempre più simili alla moneta stessa — variazioni nell'intensità dell'uso della moneta vera e propria avranno effetti correttivi progressivamente minori (per esempio, avranno influenza via via minore sui tassi d'interesse). Ma il peggio — dal punto di vista della politica monetaria — è che la quasi completa assimilazione dei sostituti della moneta alla moneta vera e propria rende più incerti gli effetti di un'azione esercitata sulla moneta vera e propria.

In termini di velocità di circolazione, la cosa importante non è il fatto che gli intermediari finanziari non bancari tendono a far aumentare la velocità di circolazione della moneta vera e propria (questo sviluppo non è sufficientemente rapido da mettere in difficoltà la politica di controllo monetario); e neppure il fatto che essi rendono più instabile la velocità di circolazione; ma il fatto che la quasi completa assimilazione dei sostituti della moneta alla moneta vera e propria rende *più difficili le previsioni* sull'evoluzione della velocità di circolazione. Qualsiasi cosa le autorità monetarie tentino di fare nei riguardi della quantità di moneta vera e propria, l'andamento della domanda totale — e quindi il comportamento dei prezzi e della produzione — sarà determinato piuttosto dalle aspettative degli uomini d'affari, rafforzate come sono da una notevole struttura di attività liquide non bancarie. (Ciò lascia ancora aperta alle autorità monetarie la via di influenzare, nei limiti del possibile, lo stato delle aspettative.)

Le opinioni espresse negli ultimi tre capoversi sono dedotte, ma non direttamente tratte, dalla documentazione del Rapporto

Radcliffe; esse però costituiscono una spiegazione razionale, coerente con molte testimonianze provenienti sia dal mondo degli affari, sia dagli istituti finanziari, delle delusioni provate dalle autorità monetarie nei loro sforzi per controllare l'inflazione durante gli anni cinquanta. All'opinione del Comitato è stata mossa la critica di essere eccessivamente influenzata dall'esperienza di quel decennio, di un periodo cioè in cui l'economia era ancora fornita di moneta in quantità esuberante, come conseguenza delle circostanze della guerra e del dopoguerra. Il fenomeno che la quantità esistente di moneta abbia potuto conciliarsi con forti rialzi nel livello dei prezzi può essere spiegato, si incalza, col fatto che, al principio, la comunità si trovò con disponibilità monetarie inattive anormalmente ampie (in termini di velocità, con una velocità di circolazione anormalmente bassa). Da ciò si argomenta che, una volta rimossa l'eccedenza dei saldi inattivi (mediante riduzione delle quantità di moneta o mediante aumento del reddito monetario ferma restando la quantità di moneta), la pressione totale della domanda diventerà (negli anni sessanta?) più sensibile alle misure di controllo della quantità di moneta vera e propria. Questa tesi ha una certa fondatezza; ma l'idea che ci sia un qualche livello « normale » dei saldi monetari inattivi, tale da provocare pronte resistenze nel sistema ai tentativi di ridurlo, non è mai stata sottoposta alla verifica di un'indagine sistematica. Ci sono stati alcuni studi interessanti (di Friedman e altri) sul comportamento della velocità di circolazione (l'altro modo di considerare lo stesso fenomeno): ma essi mettono in luce un comportamento di *breve periodo* del tutto irregolare della velocità di circolazione, insieme con una stabilità di lungo periodo, la quale può interessare certi altri aspetti della politica monetaria. È necessario ricordare, ovviamente, che le indagini condotte in altri paesi, ed anche in Inghilterra in tempi passati, non possono essere di molto aiuto nella delucidazione di questo problema; non è l'apparizione di sostituti della moneta che ha importanza, ma la stretta assimilazione dei sostituti della moneta al potere d'acquisto attivo, e questo è un fenomeno nuovo e può darsi che sia tipicamente inglese.

È questo un tema che richiede più ampie indagini, indagini che devono essere continue e sistematiche. Nel frattempo, il Comitato Radcliffe si è sentito sufficientemente convinto da giungere alla conclusione che le autorità non dovrebbero riporre molta fiducia, *al fine di un rapido controllo della pressione della domanda*

totale, in misure restrittive delle operazioni delle sole banche commerciali. Le restrizioni del credito bancario, secondo il Comitato, tenderebbero a dirottare l'assunzione di prestiti verso canali meno efficienti, piuttosto che a sopprimerla. Il Comitato considerò la possibilità di ampliare il campo delle restrizioni fino ad includervi svariati istituti finanziari oltre le banche commerciali, ma fu spaventato dalle difficoltà amministrative che avrebbe comportato un così esteso controllo e, tutto sommato, vi rinunciò, pur ammettendo che si potrebbero presentare situazioni in cui sarebbe opportuno realizzarlo. Nel 1960-61 il governo ritenne che la situazione era abbastanza sfavorevole per giustificare un tentativo in tal senso, ma pensò che fosse meglio usare la « persuasione morale » piuttosto che ricorrere ad atti d'imperio consentiti dalle vigenti disposizioni (il metodo scelto fu applicato nei confronti sia delle banche commerciali che di altri istituti finanziari). Così, una vasta cerchia di istituti fu resa edotta dei desideri delle autorità. Può darsi che il Comitato sia stato troppo pessimista quando si diede a ricercare mezzi di controllo più meccanici, e che nel sistema inglese si possa riporre — come norma, e non solo come eccezione — molta fiducia nella efficacia di suggerimenti non ufficiali da parte delle autorità. Il fatto che tali suggerimenti possono efficacemente raggiungere una vastissima cerchia di istituti, sottolinea la solidarietà della struttura finanziaria inglese, alla quale si è sopra accennato.

Un commento analogo può essere fatto del sistema dei « depositi speciali » (riserve obbligatorie) introdotti per variare i rapporti di liquidità delle banche commerciali. Il Comitato Radcliffe, avendo, per le ragioni già accennate, scarsa fiducia nell'utilità di controlli limitati alle sole banche commerciali, non espresse alcuna decisa preferenza per l'uno o l'altro metodo proponibile per raggiungere lo scopo, pur prospettandosi l'eventualità che qualche variazione dei rapporti di liquidità potesse essere appropriata in circostanze che esigessero un'azione restrittiva delle attività di una più vasta cerchia di istituti finanziari. Di fatto, le autorità, nonostante le opinioni espresse da testimoni « ufficiali » interrogati dal Comitato, hanno poi adottato il sistema dei « depositi speciali », per cui, in una serie di tappe successive, il rapporto convenzionale delle riserve liquide è stato aumentato dal 30 al 33 per cento. (L'ultimo aumento è stato combinato con altre misure, in specie con suggerimenti ad altri istituti finanziari, in modo da dar corpo a un « package-deal » del tipo largamente discusso negli interrogatori del Comitato.) Gli

effetti di queste richieste di « depositi speciali » sono tuttavia dipesi non dalla loro forma particolare, ma dalla politica seguita dalle autorità sul mercato dei titoli (che esamineremo in seguito) e dalle precise istruzioni impartite alle banche sul modo in cui adottare la loro attività alle richieste di « depositi speciali ». Gli aspetti importanti della politica monetaria sono stati la manovra del tasso di interesse e la « persuasione morale »; la formula particolare dei « depositi speciali » è stato soltanto un atto rituale per indicare che qualcosa si stava facendo — posto che nuovi riti sono desiderabili al posto dei vecchi piuttosto logorati.

IV

Il Comitato ha dovuto anche considerare come, data la struttura degli istituti finanziari e, in generale, le pratiche del mondo economico, la politica dei tassi di interesse possa essere usata per conseguire fini generali di politica economica. La tradizionale importanza attribuita alla « politica del tasso ufficiale di sconto » avrebbe giustificato di per se stessa che il Comitato vi dedicasse una notevole attenzione; ma il peso di questi problemi è stato sottolineato anche dalla constatazione fatta dal Comitato di una elasticità della struttura del credito molto forte ma imprevedibile. Se alcuni dei fini della politica monetaria non potevano essere efficacemente conseguiti agendo sulla quantità di moneta, le autorità sarebbero in grado di svolgere un'azione più efficace influenzando direttamente il prezzo dei prestiti, attraverso la manovra del saggio di sconto o con altre misure? Tale questione fu considerata come una delle più importanti. Il Comitato, in proposito, raccolse testimonianze provenienti da una molteplicità di fonti, e, reputandole insoddisfacenti, raccomandò vivamente di iniziare un'indagine continua e sistematica. (Non c'è stata, credo, nessuna decisione o iniziativa del governo su questa che era una delle più importanti raccomandazioni del Comitato; nè mi risulta che ci siano state discussioni in materia, sebbene fosse lecito attendersi utili suggerimenti da parte degli economisti.)

Sulla base delle testimonianze che fu in grado di raccogliere, il Comitato non fu affatto convinto che variazioni dei saggi d'interesse — dell'ampiezza recentemente sperimentata — potessero avere una significativa, *rapida* influenza sulla domanda totale. Ho sotto-

lineato l'aggettivo « rapida », perchè è diffusa l'impressione che il Comitato abbia negato in toto la possibilità di un qualsiasi utile effetto; al contrario, il Comitato ha considerato la politica monetaria — compresa la politica del saggio d'interesse — molto importante per alcuni scopi, ma si è trovato nell'impossibilità di giudicarla utile *al fine di determinare pronte variazioni della domanda totale.*

Dando peso, come fece, al lento operare degli effetti dei saggi d'interesse, il Comitato ribadì l'importanza di una attiva politica dei tassi d'interesse a lungo termine, e sostenne che il predominio delle operazioni riguardanti il debito pubblico sul mercato dei titoli forniva alle autorità notevoli possibilità di influenzare il comportamento dei tassi d'interesse. Riguardo ai tassi a breve termine (« politica del saggio di sconto ») non fu possibile formulare nessuna precisa raccomandazione, perchè a quel tempo, era impossibile prevedere gli sviluppi della situazione finanziaria internazionale, che poteva essere di cruciale importanza per la politica del saggio di sconto in Inghilterra. Per il periodo post-bellico, preso nel suo insieme, i movimenti internazionali di capitali a breve termine sono stati a tal punto dominati dal fattore fiducia, che la normale reazione del mercato a scarti tra saggi di interesse si è fatta oltremodo incerta: vi sono state — è vero — reazioni, e talvolta anche notevoli, ma esse sono state provocate indirettamente, attraverso il fattore fiducia. Al principio del 1959, quando il Rapporto Radcliffe venne redatto, non era possibile prevedere se tali condizioni avrebbero continuato (nel qual caso sarebbe stato ragionevole tenere piuttosto costante il saggio di sconto al fine di aiutare la politica del tasso d'interesse a lungo termine), o se si andava verso una situazione nella quale i capitali internazionali a breve termine stessero diventando progressivamente più sensibili agli scarti tra i saggi d'interesse (nel qual caso ci sarebbe stato un forte argomento in favore dell'uso del saggio di sconto principalmente per obiettivi internazionali, finchè ciò non disturbasse gravemente la politica dei tassi a lungo termine). Di fatto, la situazione internazionale si è mossa in questa ultima direzione e le autorità hanno manovrato il tasso di sconto soprattutto (ma non esclusivamente) in funzione delle sue ripercussioni in campo internazionale.

È stato possibile seguire tale politica del tasso di sconto perchè:

- a) variazioni del tasso di sconto non hanno effetti molto rapidi sulla domanda interna e quindi non ostacolano seriamente politiche di stimolo o di restrizione dell'attività economica, e
- b) le condi-

zioni prevalse sul mercato dei titoli hanno reso i tassi a lungo termine indipendenti in modo insolito dall'andamento dei tassi a breve. In un sistema finanziario molto sviluppato come quello inglese, vi è una stretta connessione tra i mercati dei prestiti di diversa scadenza. Il Comitato Radcliffe trovò che vi è una tale prontezza da parte degli operatori, dal lato sia della domanda che dell'offerta di prestiti, a variare le scadenze delle operazioni di mutuo a seguito di variazioni nella struttura dei tassi d'interesse, che il mercato dei capitali è, in effetti, un unico mercato. In tali circostanze (come è stato spesso dimostrato nella letteratura economica), la relazione tra tassi a breve e tassi a lungo termine è determinata dalle aspettative circa il livello futuro dei tassi di interesse; le autorità sono quindi impotenti ad agire sui tassi a breve e su quelli a lungo termine indipendentemente gli uni dagli altri, *a meno che non possano modificare le aspettative*. Ora, in certe circostanze riesce molto difficile alle autorità persuadere i mercati a modificare le aspettative così radicalmente da spezzare la relazione tra tassi a breve e tassi a lungo termine; in realtà è però avvenuto che le aspettative del mercato in Inghilterra hanno perso, nell'ultima parte del decennio 1950-59, la fermezza che di solito derivava loro dall'esperienza passata. In breve, i mercati son stati in modo del tutto insolito pronti ad accettare le indicazioni delle autorità, le quali perciò si sono trovate in una posizione eccezionalmente favorevole per influenzare i tassi a lungo termine indipendentemente dal livello del tasso di sconto dettato principalmente da obiettivi internazionali.

Il Comitato Radcliffe ha raccomandato alle autorità di praticare una politica consapevole e attiva dei tassi d'interesse a lungo termine, e ha suggerito motivi per ritenere che i tassi cui sarebbe opportuno tendere dovrebbero essere alquanto più elevati di quelli ai quali ci si era abituati durante gran parte dello scorso decennio. In effetti le autorità impressero alla loro politica una svolta in questa direzione nella prima parte del 1958, più di un anno prima del Rapporto del Comitato; le loro discussioni con il Comitato nella seconda metà del 1957 hanno probabilmente favorito tale cambiamento. Comunque, da allora è stato questo l'indirizzo generale: il rendimento delle obbligazioni governative a lunga scadenza non è stato lasciato scendere molto al disotto del 5% nel 1958, e in seguito è stato aumentato, fino a toccare il 6% a metà del 1960 e il 6,75% nell'autunno del 1961. La tecnica con la quale le autorità hanno

proceduto è stata descritta nelle appendici del Rapporto Radcliffe e, brevemente, nel Rapporto stesso: l'operatore ufficiale è costantemente sul mercato sia dal lato della domanda che dal lato della offerta, e dal momento che le sue operazioni dominano il mercato, i prezzi ai quali tratta certi titoli determinano, entro limiti ristretti, l'intera gamma dei prezzi dei titoli governativi.

Questa politica del saggio d'interesse, che è forse la più importante innovazione nella politica monetaria inglese degli ultimi anni, solleva due questioni principali. Anzitutto, è qualcosa che può essere realizzato, come regola generale, da tutte le banche centrali? Secondo, le autorità inglesi hanno fissato i tassi a lungo termine al giusto livello, o li hanno forse spinti troppo oltre?

Riguardo alla prima questione bisogna dire subito che molte banche centrali non hanno cercato di conseguire una posizione così dominante nel mercato a lungo termine; in realtà, non si esagerebbe molto se si dicesse che le autorità inglesi sono giunte a tale posizione solo per accidente, senza aver chiara coscienza di ciò che facevano. (Ma è questo il modo con cui la condotta della banca centrale si è in genere sviluppata in Inghilterra.) Data tale posizione di predominio, la possibilità di perseguire differenti obiettivi nel mercato a breve e in quello a lungo termine può sorgere a causa della non completa integrazione dei mercati stessi. I commenti americani sulla politica del debito pubblico da parte del Tesoro degli Stati Uniti sembrano, a tratti, indicare che una situazione del genere esiste negli Stati Uniti. A Londra, tuttavia troppe persone sono pronte a modificare la distribuzione delle scadenze delle loro attività o quella delle loro passività, per permettere alle autorità di modificare notevolmente la struttura dei tassi mediante semplici variazioni delle scadenze del debito pubblico; in tali circostanze, il potere delle autorità dipende, in modo particolare, dalla possibilità di influenzare le aspettative. Per lunghi periodi di tempo le aspettative circa il futuro dei tassi d'interesse sembrano aver avuto una solida base; è quindi poco probabile che le fluide condizioni degli ultimi anni, durante i quali i mercati si son mostrati disposti a seguire le indicazioni delle autorità, possano essere considerate come uno stato di cose duraturo.

Riguardo alla seconda questione è quasi impossibile dire se l'aumento dei tassi sia andato troppo oltre; ma potrebbe esserci riservata una spiacevole risposta. Secondo il punto di vista del Comitato Radcliffe, il sistema economico impiega molto tempo ad

adeguarsi ad un nuovo livello di tassi d'interesse a lungo termine; e se i tassi prevalenti nel 1961-62 siano giusti, o troppo alti (o, eventualmente, troppo bassi) è cosa che potrà emergere solo gradualmente, e non senza incertezze, nel corso degli anni 1963, 1964 e oltre. Uno degli svantaggi della politica del saggio d'interesse è, infatti, l'estrema difficoltà di giudicare quale è il giusto livello al quale le autorità dovrebbero mirare; ma fino a quando avremo nel sistema economico un importante settore privato libero di determinare il proprio livello di investimenti, un qualche tipo di politica del saggio d'interesse sarà necessaria — perfino i Russi fanno un certo uso del tasso d'interesse.

V

Nell'esaminare il funzionamento del sistema monetario, il Comitato dovette necessariamente considerare la posizione costituzionale della Banca d'Inghilterra e le sue relazioni con le altre parti della macchina governativa; questo aspetto assunse nuova importanza a seguito delle improvvise controversie che si accesero al momento dell'inchiesta giudiziaria sulla pretesa « fuga » di notizie sulla variazione del tasso di sconto nel settembre 1957. Il Comitato raccolse una notevole messe di informazioni, senza fare un doppione del lavoro del tribunale. Emerse che da molto tempo e in particolare dal 1931, non esistevano dubbi sulla responsabilità politica finale del Cancelliere dello Scacchiere per le iniziative della Banca d'Inghilterra; che una sorta di rivoluzione, in parte dovuta a circostanze di guerra, ma acceleratasi negli ultimi anni, aveva portato a strette relazioni tra la Banca e il Tesoro; che, nondimeno, la Banca conservava una sua propria vita come centro indipendente di opinione sulle questioni tecniche che sono di sua peculiare competenza. Malgrado qualche accenno alla possibilità di miglioramenti nelle relazioni tra la Banca e le altre parti del governo, il Comitato ritenne di approvare la situazione ora descritta; e i suoi sviluppi negli ultimi tempi concordano con il punto di vista del Comitato su ciò che sembra necessario sia per un'appropriata integrazione della politica monetaria con gli altri indirizzi della politica governativa, sia sotto il profilo della prassi costituzionale inglese, secondo la quale i ministri sono responsabili di ogni importante iniziativa del settore pubblico.

Ma il Comitato, pur ritenendo nel complesso soddisfacente l'attuale situazione, accertò che il pubblico aveva scarsa consapevolezza di ciò che essa era, e in specie dell'evoluzione delle relazioni tra la Banca e il Tesoro negli ultimissimi anni. (L'esattezza dell'opinione del Comitato sul grado d'informazione del pubblico fu confermata nei mesi che intercorsero tra la pubblicazione del Rapporto e la pubblicazione dei volumi di documentazione; molti commenti sia all'interno che all'estero, fatti senza conoscere la documentazione, erano basati sull'ipotesi che la Banca godesse di un grado di « indipendenza » molto maggiore di quello reale.) Il Comitato ritenne che questa divergenza tra la realtà dei fatti e l'opinione che il pubblico ne aveva non era senza pericoli. L'esistenza di questi pericoli ha avuto una spettacolare conferma al tempo dell'inchiesta giudiziaria sul saggio di sconto nel dicembre 1957. Per fortuna, in quell'occasione, il sopraggiungere delle ferie natalizie, prima che il Parlamento potesse intervenire, permise agli animi di calmarsi, e il Cancelliere dello Scacchiere fu anche in grado di sostenere che un'azione sarebbe stata prematura nel momento in cui il Comitato Radcliffe si accingeva ad esaminare proprio i problemi in questione; una scappatoia non sarebbe però stata altrettanto facile in una diversa circostanza. Il Comitato, perciò, mentre esponeva esplicitamente un parere positivo sulla sostanza della situazione esistente, raccomandò che le procedure formali riflettano più accuratamente la realtà di fondo in modo da minimizzare il rischio di equivoci. Le sue principali raccomandazioni al riguardo son queste: il Cancelliere dello Scacchiere dovrebbe attestare la propria responsabilità per le variazioni del tasso di sconto con dichiarazione formale ad ogni variazione; e le riunioni tenute, al fine di consigliare il Cancelliere dello Scacchiere sulla politica monetaria, tra rappresentanti della Banca d'Inghilterra e di dicasteri economici, dovrebbero avvenire in forma di comitato ufficiale, la cui esistenza fosse resa nota al pubblico.

Queste raccomandazioni, relativamente poco importanti, sulla forma con cui rivestire la sostanza — contenute in un Rapporto pubblicato alcuni mesi prima delle appendici di documentazione — incontrarono alcune resistenze di natura politica e l'allora Cancelliere dello Scacchiere le accolse con molta circospezione. In effetti egli 1) accettò la raccomandazione riguardante l'assunzione formale della responsabilità delle variazioni del saggio di sconto; 2) ma non fece nulla per dare una veste formale al suo gruppo di consiglieri. Le

cose sono rimaste a questo punto. A mio avviso, assimilata la sostanza della documentazione allegata al Rapporto Radcliffe, il pubblico ha ormai una sufficiente consapevolezza della situazione reale, perchè la divergenza tra le raccomandazioni del Comitato e le variazioni effettivamente apportate sia divenuta insignificante.

VI

Nei paragrafi precedenti, ciascun aspetto della politica monetaria è stato considerato con quel tanto di osservazioni che, nella brevità di un articolo, sembrava appropriato a lettori non inglesi interessati insieme al Rapporto Radcliffe e alla successiva politica britannica.

Questa impostazione comporta però il rischio che i lettori che sono principalmente interessati all'attuale politica monetaria si formino idee non esatte. In questo paragrafo darò quindi un sommario conclusivo che porrà, spero, in una più giusta prospettiva, i vari aspetti della politica monetaria sviluppatasi dopo il Rapporto Radcliffe.

1) Dal punto di vista internazionale, la politica resta quella di mantenere il cambio di \$ 2,80 (per sterlina), di realizzare la maggiore liberalizzazione possibile dei pagamenti correnti e di rafforzare tale sistema mediante l'aumento della liquidità internazionale, attraverso le organizzazioni esistenti e la cooperazione, al di fuori di accordi formali, tra le autorità monetarie dei principali paesi.

2) Per quanto riguarda l'azione di *breve periodo* sulla domanda interna, ha continuato a svilupparsi la tendenza *contraria* a far principalmente affidamento su misure di carattere monetario. Il Rapporto Radcliffe, appoggiando questa tendenza, suggerì di prendere in considerazione la possibilità di una politica fiscale più flessibile; il suggerimento è stato accolto ed il sistema fiscale è stato reso più flessibile proprio a tale fine.

Pur con questi sviluppi, la difficoltà di conciliare i vari obiettivi di politica economica resta grave; l'inflazione continua (anche se, forse, non in misura più minacciosa che in altri grandi paesi) e le autorità, pur continuando a fare un certo uso di misure di politica monetaria e di politica fiscale, si sono rivolte a metodi del tutto differenti per affrontare l'inflazione come problema di lungo periodo.

3) Sul piano monetario, la maggiore innovazione dell'ultimo periodo è stata l'adozione di una politica di intervento sui tassi d'in-

teresse a lungo termine, e le circostanze hanno permesso (forse in misura insolita) alle autorità di agire separatamente sui tassi a lunga e sui tassi a breve. Sul mercato a lungo termine, fino all'autunno 1961, sono stati imposti tassi d'interesse sempre più elevati. Il tasso a breve termine, invece, è stato manovrato in funzione soprattutto della situazione internazionale, anche se con la speranza che rialzi sensibili dei tassi d'interesse a breve servissero a rafforzare la politica di più alti tassi a lungo termine miranti a comprimere la domanda interna.

4) Allorchè si sono sentite costrette, da gravi disavanzi della bilancia dei pagamenti, a ricorrere ad ogni misura tollerabile, per ridurre la pressione della domanda, le autorità hanno tentato d'imporre una generale restrizione del credito rivolgendosi alle banche ordinarie e ad un'ampia cerchia di istituti finanziari.

Dando un vasto ambito alle loro « richieste », le autorità si sono conformate all'opinione del Comitato Radcliffe, contrario a colpire esclusivamente le banche commerciali; ma le autorità hanno avuto maggior coraggio che il Comitato stesso, nel fare assegnamento sulla « persuasione morale » nei rapporti con numerose categorie di prestatori non bancari. Nel presentare le loro « richieste », le autorità hanno introdotto nel controllo del credito un elemento fortemente « selettivo », ma si sono astenute dal proporre limiti massimi assoluti sul tipo di quelli richiamati in precedenti occasioni.

5) Nel trattare con le banche commerciali, le autorità, contrariamente alle opinioni espresse nelle testimonianze raccolte dal Comitato e a dispetto delle stesse riserve espresse al riguardo dal Comitato, hanno adottato il sistema dei « depositi speciali » per influenzare direttamente la capacità di credito delle banche. Quando furono richiesti i primi « depositi speciali », le banche furono lasciate libere di reagire come preferivano e l'influenza che la nuova misura poteva avere derivava dall'azione delle autorità sul mercato dei titoli. Nelle fasi successive, tuttavia, furono date istruzioni precise alle banche sul modo di reagire, talchè il sistema dei « depositi speciali » è diventato uno degli atti rituali tendenti a mettere in evidenza i desideri delle autorità, la misura cruciale essendo ora la « persuasione morale » stessa — cioè, precisamente ciò che le autorità raccomandano alle banche commerciali.

6) Per quel che riguarda il finanziamento delle vendite a rate, vi è stato, negli ultimi anni, un mutamento di opinione contrario

a variazioni troppo frequenti nel « controllo delle condizioni ». Il Rapporto Radcliffe ritenne che, in generale, variazioni del genere dovessero essere evitate, pur ammettendo che il loro uso potesse essere giustificato in speciali circostanze. Sembra che le autorità abbiano condiviso tale opinione: il solo caso in cui il « controllo delle condizioni » fu reso più rigoroso potrebbe conciliarsi con i suggerimenti del Comitato. Le autorità, tuttavia, hanno considerato il finanziamento delle vendite a rate come uno degli obiettivi particolari della restrizione del credito cui si è accennato ai precedenti punti 4) e 5). Anche in questo caso, le autorità non hanno adottato alcuna misura legislativa, ma hanno fatto assegnamento sull'efficacia della « persuasione morale ».

In breve, per quanto riguarda i punti 1), 2) e 3), la politica monetaria ha, grosso modo, seguito i suggerimenti del Rapporto Radcliffe. (Sarebbe forse esatto dire che il Rapporto Radcliffe ha semplicemente persuaso le autorità a continuare con un po' più di fiducia sulla strada che esse già avevano preso.) Sui punti 4), 5) e 6), le divergenze si riducono al fatto che le autorità hanno riposto nel metodo della « persuasione morale » una fiducia maggiore di quella espressa dal Rapporto. Forse il Comitato Radcliffe avrebbe dovuto dar maggior peso al grado di interdipendenza degli istituti finanziari inglesi, inclusa la maggior parte dei « prestatori marginali », ed al fatto che essi, in effetti, sono accentrati nella City di Londra. Probabilmente, in un sistema come è oggi quello inglese, la politica più efficace e *rapida* nel settore monetario è quella di suggerire agli interessati ciò che debbano fare (persuasione morale). È questa la maniera secondo la quale sembra siano andate le cose.

Infine, uno sviluppo notevole hanno avuto in questi ultimi anni la raccolta e la diffusione sistematica di notizie riguardanti gli istituti finanziari. Questa evoluzione, su scala ridotta ed irregolare, era già iniziata prima del Rapporto Radcliffe, ma ha avuto nuovo impulso dai lavori del Comitato e dalle sue raccomandazioni. Allo stato delle cose s'impone un'esplicita politica di appoggio a tale sviluppo: in rapporto alle necessità, i progressi in tal senso sono penosamente lenti, anche se, quanto meno, la situazione è radicalmente mutata rispetto a cinque anni fa. Una migliore documentazione dovrebbe rendere molto più facile una nuova, più ampia inchiesta sul sistema monetario. Il metodo seguito finora — rare inchieste intervallate da decenni di profondo mistero — non era tale da incoraggiare l'aspet-

tativa di risultati brillanti. Pur con la migliore buona volontà, il Comitato Radcliffe ha operato, come i suoi predecessori, in condizioni di grave svantaggio, nel tentativo di penetrare nella stratificazione delle tradizioni e mettere a nudo il funzionamento dei vari meccanismi. Nelle discussioni del Comitato (ma non nel Rapporto), fu talora affermato che l'inchiesta Radcliffe avrebbe dovuto essere l'ultima del genere. Se si riuscisse ad accrescere il flusso continuo delle informazioni e l'esame sistematico di alcuni dei principali problemi, il Comitato Radcliffe potrebbe non avere successori. Ciò è probabilmente vero anche per altri paesi oltre l'Inghilterra: un'inchiesta periodica su vasta scala potrebbe avere ancora un certo valore, ma darebbe risultati più fruttuosi se si risolvesse in un'analisi dei risultati di indagini condotte con continuità lungo un certo periodo, anziché consistere in uno sforzo, una volta ogni trent'anni, di disperdere la nebbia di mistero che così facilmente si addensa sulle questioni finanziarie.

R. S. SAYERS