

Due tipi di politica monetaria

Questo articolo¹ distingue fra due tipi di politica monetaria, qui denominati rispettivamente l'approccio del "controllo della domanda" e quello degli "aggregati monetari" o degli obiettivi monetari. Questi due approcci sono descritti nel par. 1. Il confronto fra essi (par. 2) aiuta a comprendere il concetto di obiettivi monetari. Il sistema bancario fornisce uno dei canali tramite i quali i risparmi giungono agli investitori; e - a mio parere - gli obiettivi monetari, in quanto distinti dal controllo della domanda, consistono sostanzialmente nel controllo del grado d'intermediazione bancaria. Ciò comporta la modifica della proporzione in cui il settore non-bancario distribuisce proprietà e risorse finanziarie tra debiti bancari e altre attività, e il proprio indebitamento fra prestiti bancari e altre forme di debito.

Al momento attuale ci si è largamente ricreduti sulla validità dei risultati ottenuti dai tentativi di utilizzare obiettivi monetari. Nel cercare le ragioni di questo fallimento il punto cruciale, sebbene normalmente trascurato, è capire perché questo dirottamento di flussi finanziari si sia dimostrato difficile o impossibile da raggiungere (par. 3). L'articolo riflette soprattutto sull'esperienza del Regno Unito, un tempo fra i più tenaci sostenitori del ricorso a obiettivi monetari, ma dove ora tale approccio è stato praticamente abbandonato. Queste disillusioni hanno avuto la loro controparte nell'esperienza di altri paesi; e l'articolo si conclude con un breve confronto con la situazione italiana (par. 4).

¹ L'articolo prende spunto da una lezione sul futuro della politica monetaria, tenuta presso la Banca d'Italia nell'ottobre 1989. Lavori precedenti sono il libro di J.C.R. Dow e IAIN SAVILLE, *A Critique of Monetary Policy*, 1988; la recensione di tale libro da parte di DAVID LAIDLER sul *Journal of Economic Literature*, settembre 1989; e la prefazione alla nuova edizione del libro (1990), che estende l'argomentazione originale in risposta a critiche mosse alla prima edizione.

1. Due tipi di politica monetaria

Durante i primi tre decenni del dopoguerra i governi britannici utilizzarono strumenti di politica sia monetaria sia fiscale per controllare il tasso di crescita della domanda aggregata. Alla soglia degli anni '70 il controllo della domanda aveva perso credibilità. La nuova enfasi posta nel 1971 sulla politica monetaria – pur non contenendo all'inizio alcun disconoscimento del controllo della domanda – poneva più peso di prima sul controllo dell'offerta di moneta e sui tassi d'interesse come strumenti di controllo monetario. Un obiettivo monetario fu annunciato per la prima volta nel 1976. Il nuovo governo conservatore, nel 1979, rivalutò gli obiettivi monetari, considerandoli un'alternativa superiore al controllo della domanda.

In ciò che viene qui denominato approccio del *controllo della domanda*, la politica monetaria viene considerata come uno degli strumenti disponibili. Gli obiettivi della politica economica includono il controllo dell'inflazione; la strategia è di controllare la domanda con quell'obiettivo incluso fra altri. Si ritiene che il controllo della domanda abbia probabilmente un effetto sul tasso di crescita degli aggregati monetari. Ma tale effetto è verosimilmente piuttosto limitato. Inoltre si tratta solo di un effetto secondario, e non dell'oggetto della strategia; né viene visto come essenziale allo scopo di controllare l'inflazione.

Nell'approccio degli *aggregati monetari*, al contrario, si ritiene che la politica monetaria consista nel controllare il tasso di crescita degli aggregati monetari. Ciò è visto come strumento necessario e sufficiente per il controllo dell'inflazione. La strategia consiste nel controllare la crescita degli aggregati manovrando i tassi d'interesse di breve periodo. La variazione dei tassi d'interesse è probabile che abbia un effetto sulla domanda totale e le attività reali. Ma in questo caso l'effetto sulle attività reali è con ogni probabilità meno importante. Inoltre, tale effetto non è l'obiettivo della politica, né viene considerato essenziale per controllare la crescita degli aggregati.

Da molti punti di vista, quindi, la politica di controllo degli aggregati monetari appare *opposta* al tipo di politica monetaria associata con il controllo della domanda.

I due tipi di politica non sono solo distinti concettualmente, ma sono separabili, altrettanto chiaramente, in pratica. Per esempio John Fforde, nel discutere la nuova politica del 1971 (di cui era stato

l'artefice principale), ha spiegato che si riteneva che la manovra dei tassi d'interesse potesse offrire un mezzo per controllare il tasso di crescita monetaria senza avere un grande effetto sulla produzione.² Si riteneva cioè che una crescita dei tassi d'interesse portasse a una diminuzione della moneta detenuta secondo una funzione di domanda della moneta definita per un livello costante del reddito. Come sottolineato implicitamente, non si pensava che la modificazione della crescita della produzione fosse una via politicamente praticabile per controllare la crescita monetaria, giacché avrebbe comportato una perdita troppo marcata di reddito e occupazione. Ne consegue che il controllo degli aggregati, giacché non era ottenibile manovrando la produzione e il reddito, doveva essere ricercato tramite modifiche alla direzione dei flussi finanziari (si veda oltre, il par. 2).

Le ipotesi sottostanti

La transizione verso il sistema basato sugli obiettivi monetari si realizzò sulla scia della crescente influenza esercitata da idee che venivano dalla teoria monetaria. I manuali d'economia generalmente adottano le ipotesi tradizionali secondo cui la banca centrale può controllare la base monetaria; che la base monetaria controlla lo *stock* di moneta; e che lo *stock* di moneta controlla il livello dei prezzi. Gran parte della recente teoria macroeconomica consiste di una sovrastruttura sempre più complessa costruita su queste semplici ipotesi, che di solito assumono anche una struttura dei prezzi altamente flessibile.

Queste ipotesi sono parte di una tradizione di vecchia data, che non è mai stata riesaminata con cura. Quanto sia basata su una teoria microeconomica adeguata e in particolare su una spiegazione soddisfacente del comportamento delle banche, e soprattutto delle banche centrali, non è stato valutato rigorosamente. Questo aspetto è tanto più notevole per il fatto che nessuna banca centrale opera come se queste assunzioni fossero vere. Sebbene le banche centrali spesso si

² «L'esperienza ha suggerito una relazione sufficientemente affidabile fra M3 e i tassi d'interesse nominali, tale da implicare che sarebbe stato possibile ottenere un controllo sufficiente della prima variabile senza spostamenti dei tassi d'interesse così ampi da comportare effetti economici secondari intollerabili» (J.S. FFORDE, 1982, ristampato in *Bank of England Quarterly Bulletin*, giugno 1983).

impegnino a controllare la base monetaria e siano tutte consapevoli del fatto che le loro azioni influenzano le riserve bancarie, nessuna pretende di avere un controllo completo della moneta e ancor meno del livello dei prezzi; gli operatori nelle banche centrali sono in genere ben consapevoli di essere piccoli operatori nell'ambito dei grandi mercati finanziari, e che il loro potere è limitato.

L'adozione di obiettivi monetari da parte di molte autorità monetarie nel decennio posteriore alla metà degli anni '70 può essere vista come un parziale tentativo di riunificare teoria monetaria e modo di operare della banca centrale. Le banche centrali dichiararono che avrebbero controllato la moneta specificando le loro scelte, con l'obiettivo d'influenzare il livello dei prezzi. Tuttavia non cercarono di farlo tramite il controllo della base monetaria, nei termini in cui i teorici monetari pensavano. Le banche centrali non aspiravano a controllare i prezzi, ma si ponevano l'obiettivo più modesto di tenere sotto controllo solo il tasso di crescita dei prezzi; e anche in questo caso l'obiettivo era di realizzare un controllo graduale. Questo di fatto equivaleva ad ammettere che i prezzi non erano altamente flessibili, ma piuttosto considerevolmente rigidi. Questa alleanza tra la teoria dei libri di testo e l'operare della banca centrale era quindi (inevitabilmente) imperfetta; e ciò costituì una notevole fonte di confusione.

L'enfasi sul controllo della base monetaria aveva probabilmente facilitato l'emergere di una tendenza a pensare al controllo degli aggregati monetari come effettuato isolatamente, senza coinvolgere altre parti del sistema finanziario.³ In realtà ogni cambiamento deve essere sistematico. Giacché la moneta consiste principalmente di depositi bancari, i cambiamenti monetari comportano modifiche dei depositi delle banche, e quindi anche delle loro attività; e ciò deve comportare cambiamenti compensativi nei debiti e nelle attività del pubblico presso gli operatori non bancari.

³ MILTON FRIEDMAN ha assimilato il controllo della base monetaria che si ripromette di regolare lo *stock* di moneta a un sistema di razionamento dell'acciaio che avrebbe per esempio un effetto diretto sulla produzione delle macchine: si veda il riferimento in *A Critique of Monetary Policy*, cit., p. 142.

2. Il sistema basato sugli obiettivi monetari comporta il riorientamento dei flussi finanziari

Sosterrò in questa sede che il controllo del tasso di crescita degli aggregati, se non viene ottenuto variando il tasso di crescita della produzione o del reddito reale, deve comportare re-intermediazione o disintermediazione, ossia indurre i flussi finanziari a passare attraverso le banche, oppure il contrario. Giacché una tale affermazione può apparire enigmatica, può essere utile formalizzarla.

Per prima cosa definiamo il sistema finanziario. Vi è un flusso finanziario fra i risparmiatori finali e coloro che ricorrono al credito. Si definisce l'ammontare netto di attività finanziarie in modo da includere il valore delle attività acquistate nel tempo dai risparmiatori finali che rappresentino crediti, direttamente o indirettamente, nei confronti dei prenditori finali. La duplicazione implicita nell'intermediazione è esclusa dall'ammontare netto di attività finanziarie, F ; \dot{F} è la variazione dell'ammontare netto.

Giacché parte del risparmio non è realizzato da coloro che investono, e parte degli investimenti non sono realizzati da coloro che risparmiano, l'indebitamento che si crea tra risparmiatori finali e investitori finali (ossia lo *stock* di attività finanziarie) crescerà in misura pari a una frazione degli investitori totali, ovvero dei risparmi.

$$\dot{F} = aI \equiv aS \quad (1)$$

dove $S \equiv$ valore corrente del risparmio = $I \equiv$ valore corrente degli investimenti; $a =$ frazione che può variare con influenze di lungo periodo o cicliche, ma che qui possiamo assumere come costante.

Assumiamo che i depositi bancari vengano detenuti solo da risparmiatori finali, e che i prestiti bancari siano dati solo a prenditori finali. Le attività finanziarie consistono quindi dei depositi bancari (B), che sono eguali ai prestiti bancari, più le attività dirette sui debitori finali (NB , che indica i prestiti emessi da operatori non bancari)

$$B + NB = F \quad (2)$$

oppure

$$\dot{B} = b\dot{F} \quad (2')$$

dove b è una frazione che può variare per ragioni che possiamo ignorare, ma che assumiamo possa essere influenzata anche dalle autorità. Si può supporre che i depositi bancari rappresentino la moneta in senso ampio.

Si può presumere che il valore degli investimenti sia una funzione del cambiamento del reddito reale (\dot{Y}) e del livello dei prezzi (P). Per esempio la funzione potrebbe essere della forma:

$$I \equiv S = c + d\dot{Y} + eP \quad (3)$$

dove c , d , ed e sono costanti. Assumiamo che i prezzi siano relativamente rigidi cosicché la variazione dei prezzi (P) non è significativamente affetta da un piccolo cambiamento del tasso di variazione del reddito reale (\dot{Y}).

Si può procedere come segue. Un modo in cui le autorità potrebbero cercare di alterare lo *stock* di moneta (B) consiste nel variare il reddito (Y), per esempio modificando i tassi d'interesse. Questa possibilità viene trascurata per ipotesi: abbiamo infatti supposto che le autorità non siano impegnate nel controllo della domanda, cosicché ogni cambiamento dei tassi d'interesse è troppo piccolo per variare la produzione in modo significativo. Giacché i prezzi sono rigidi e giacché il prodotto globale e la pressione della domanda non sono alterati significativamente dai tassi d'interesse, si può anche assumere che i prezzi non vengano influenzati in misura notevole. Ne segue che investimenti e risparmi (dall'equazione 3), il tasso di variazione delle attività finanziarie (dall'equazione 1), e il tasso di variazione dello *stock* di moneta (dall'equazione 2') sono tutti ben poco modificati da una piccola variazione del reddito.

Quindi, se le autorità si ripromettono di ottenere un effetto significativo sullo *stock* di moneta in senso ampio, ciò deve avvenire tramite una modifica di b nell'equazione 2', ossia modificando la composizione delle attività finanziarie detenute dagli operatori non bancari tra depositi bancari e altre attività.

Gli obiettivi monetari possono anche essere applicati alla moneta in senso stretto (ad esempio $M1$). Il più diretto sostituto per la moneta in senso stretto è costituito probabilmente dalle restanti attività comprese nella moneta in senso ampio, cosicché il controllo della moneta in senso stretto richiede lo spostamento nei portafogli della moneta in senso stretto (B') verso altre forme di moneta (B''), o viceversa. Giacché il totale dei depositi bancari non viene modificato ($B' + B'' \equiv B$), non sarà necessario alcun cambiamento nei prestiti

bancari (né ci saranno implicazioni per le attività non-monetarie o per la creazione di debiti non-bancari).

L'affermazione riguardante la moneta in senso ampio può essere posta in termini più generali. Si prenda una rappresentazione grafica della domanda di moneta, in cui lo *stock* di moneta in senso ampio sia rappresentato su un asse e il tasso d'interesse sull'altro, con ogni livello di reddito rappresentato da una curva diversa. L'operare della politica monetaria nel cercare di regolare lo *stock* di moneta deve essere concepito come un'azione che ha luogo "lungo" la curva che pone in relazione lo *stock* di moneta in senso ampio con il livello dei tassi d'interesse. Si spera che il reddito non verrà influenzato (o non troppo): quindi la manovra è affidata interamente a uno slittamento indotto da una variazione del tasso d'interesse.

Il modo alternativo di operare sarebbe quello di mirare a influenzare il reddito e la produzione. Ciò influenzerebbe anche la crescita della moneta e l'inflazione; ma l'inflazione verrebbe influenzata solo perché la produzione viene modificata, e l'effetto parallelo sulla moneta sarebbe solo un aspetto collaterale. Questo metodo di politica monetaria deve quindi essere visto come una forma di controllo della domanda.

Dovrebbe essere ormai chiaro perché una politica mirante a controllare la crescita della moneta in senso ampio senza ricorrere al controllo della domanda deve operare cambiando direzione ai flussi finanziari. Una decelerazione della crescita della moneta significa che una parte minore della crescita del totale delle attività finanziarie deve prendere la forma di moneta in senso ampio e una parte maggiore deve consistere di non-moneta. I risparmiatori devono essere indotti a detenere meno depositi bancari e più attività di altro tipo di quanto farebbero altrimenti. Dal lato opposto del bilancio, i prenditori devono offrire una quantità maggiore di attività non-monetarie, contraendo prestiti in misura maggiore tramite canali non bancari, cosicché la scala dell'intermediazione bancaria diminuisce. In senso relativo, e in confronto con ciò che sarebbe avvenuto altrimenti, si tratta di un processo di disintermediazione.

Tipicamente si intende che una politica monetaria diretta a raggiungere obiettivi di controllo della moneta in senso ampio venga realizzata alzando o riducendo i tassi d'interesse. La domanda essenziale che ci si deve porre è quindi se la manovra dei tassi d'interesse sia in grado di creare questo tipo di disintermediazione (o di reintermediazione) della moneta. Sembrerebbe che molti economisti

non abbiano indentificato questa questione come l'aspetto cruciale del sistema basato sugli obiettivi monetari.⁴ Il conseguimento di obiettivi riguardanti la moneta in senso stretto comporta uno sforzo molto minore di ridirezione dei flussi finanziari; ciò verrà discusso nel prossimo paragrafo.

3. Alcune possibili ragioni del fallimento della strategia basata sugli obiettivi monetari

È diventato di moda sostenere che il processo d'innovazione finanziaria ha eroso le differenze tra i diversi tipi di attività finanziarie, e ha quindi reso più difficile il controllo della moneta. Le recenti innovazioni hanno in realtà probabilmente reso più simili le attività monetarie e non. Ma rendendo più semplice far passare il pubblico dalle une alle altre, si dovrebbe pensare che tali innovazioni abbiano reso più facile, piuttosto che più difficile, il controllo monetario.⁵

La mia linea di ragionamento preferita prende il via dall'osservazione che le banche centrali, malgrado la relativamente piccola scala delle loro operazioni finanziarie, esercitano un'ampia influenza diretta sul livello dei tassi d'interesse ciascuna nell'ambito della propria area valutaria.

Il punto⁶ è che il modo in cui la banca centrale esercita un'influenza sui tassi d'interesse – simile in molti modi alla sua influenza sui tassi di cambio – scaturisce dalla natura dell'equilibrio nei mercati delle attività. La caratteristica di tale mercato consiste nel fatto che è possibile aumentare o ridurre lo *stock* di attività (ammesso che ciò sia possibile) solo lentamente. Se lo *stock* è praticamente invariabile, i prezzi non sono soggetti ad alcun vincolo: come i prezzi dei Picasso, essi sono quel che ci si aspetta che siano, e possono fissarsi a

⁴ Pur criticando *A Critique of Monetary Policy*, LAIDLER ha posto la questione in questi termini (*Journal of Economic Literature*, settembre 1989); COBHAM (*Economic Journal*, marzo 1989) e GOODHART (*Economica*, agosto 1989) non lo fanno.

⁵ Sembra che vi sia una certa resistenza ad accettare spiegazioni che sarebbero state valide negli anni '70 così come negli anni '80, e che quindi non avrebbero semplicemente giustificato il recente abbandono degli obiettivi monetari, ma avrebbero screditato l'intero sistema basato sulla fissazione di obiettivi monetari sin dalla sua introduzione.

⁶ Cfr. J.C.R. Dow (dicembre 1988) "Incertezza e processo finanziario: le conseguenze per il potere della banca centrale", in questa *Rivista*, e J.C.R. Dow - I. SAVILLE (1988), cit., capp. 3 e 4.

qualsiasi livello. Se lo *stock* può essere, seppur lentamente, aumentato o ridotto, un prezzo alto farà aumentare lo *stock* e, viceversa, un prezzo basso lo farà diminuire: nel lungo periodo vi sarà quindi un prezzo d'equilibrio. L'equilibrio può essere previsto, cosicché i tassi d'interesse attuali sono legati ai tassi d'interesse attesi. Tuttavia, le aspettative sui tassi d'interesse futuri sono molto incerte: sono poco salde, soggette alla moda e a effetti d'imitazione. Una forte indicazione da parte della banca centrale può quindi (entro certi limiti) esercitare un'influenza dominante. Tuttavia, giacché la banca centrale influenza i tassi d'interesse tramite le aspettative, essa esercita un'influenza su tutti i tassi d'interesse in generale, e non può influire sui tassi d'interesse *relativi* in alcun modo sistematico.

Ciò significa che quando le banche centrali aumentano i tassi d'interesse – tipico modo in cui cercano di controllare lo *stock* di moneta – ciò non rende affatto i depositi relativamente meno attraenti da detenere, o l'accesso al credito bancario relativamente più costoso di altre forme di finanziamento. La moneta in senso ampio non può quindi essere controllata in questo modo. La moneta in senso stretto può essere controllata, ma solo nei limiti in cui la banca centrale può imporre le proprie scelte sui tassi d'interesse di mercato. Questa linea di ragionamento definisce anche i limiti del controllo della base monetaria (che deve operare influenzando anche i tassi attivi e passivi delle banche); e aiuta a spiegare perché le banche centrali non hanno mai adottato questo strumento.

Questo sembra un modo più plausibile di spiegare perché gli obiettivi monetari non vennero raggiunti, che non il ragionamento basato sugli ipotetici effetti dell'innovazione finanziaria.

4. Alcuni confronti fra Gran Bretagna e Italia

Sia l'Italia sia la Gran Bretagna hanno adottato in passato dei massimali sul credito, e li hanno abbandonati (la Gran Bretagna nel 1980, l'Italia più recentemente), a mio parere, per motivi analoghi. Dopo di ciò entrambe le nazioni hanno optato per politiche che cercavano di controllare la crescita della moneta; entrambe hanno adottato come variabile obiettivo la moneta in senso ampio.

Un fattore che ha plasmato l'attitudine della Banca d'Italia è ciò che si potrebbe denominare la natura scarsamente organizzata dello

Stato italiano. Vi è qualche traccia di questo tipo di preoccupazione negli atteggiamenti britannici, così come forse nel caso di tutte le banche centrali. Una ragione, per esempio, per cui la Gran Bretagna scelse un obiettivo riferito alla moneta in senso ampio fu perché questo sembrava un modo per porre un freno al ricorso al credito bancario da parte del governo, e quindi all'indebitamento del governo in generale. Penso che un tale modo di pensare fosse fallace,⁷ e il freno inefficace; credo che lo stesso valga per l'Italia.

In questo articolo ho cercato di definire due possibili approcci distinti alla politica monetaria – uno in cui la politica monetaria aspira a influenzare la domanda, un altro mirato al controllo degli aggregati monetari. Ci sono due modi corrispondenti di considerare un obiettivo monetario. In primo luogo esso può servire semplicemente come guida nel prendere decisioni rispetto ai tassi d'interesse, visti come uno strumento di controllo della domanda. Una tale guida può essere utile perché, in presenza d'inflazione, il livello "reale" dei tassi d'interesse, e quindi l'incisività della politica, è difficile da giudicare. Questo è l'approccio più empirico e meno ambizioso. Vi è, in secondo luogo, un punto di vista più monetarista, in cui il tasso di crescita della moneta è direttamente importante come strumento per controllare l'inflazione. Questo è l'approccio più ambizioso e più ideologico.

All'interno della banca centrale, così come in ogni altra istituzione, è verosimile che siano compresenti diverse filosofie; e senza dubbio è difficile precisare quale enfasi su ciascuna diversa filosofia prevalga in ognuna delle due nazioni. Ho pensato spesso che inglesi e italiani, sebbene per molti versi siano diversi, posseggano entrambi una consapevolezza della non-infallibilità umana e della natura limitata delle capacità umane. Sospetto, tuttavia, che da questo punto di vista l'Italia abbia adottato in anni recenti l'approccio meno ideologico alla politica monetaria, e abbia riposto meno speranze su di essa. Se è così, direi che gli italiani sono stati più saggi, e hanno di conseguenza meno bisogno di rianalizzare il passato.

Londra

J.C.R. Dow

⁷ Cfr. J.C.R. DOW - I. SAVILLE (1988), cit., p. 112.