

La gestione della moneta e del cambio in Francia (1973-1981) *

I. Introduzione¹

Dal 1973 al 1977 le autorità francesi annunciarono obiettivi soltanto per la crescita del credito bancario; dopo il 1977 cominciarono ad annunciarne per la crescita di M_2 . Gli obiettivi per il credito, pur conservati, venivano ora considerati, ufficialmente, come strumenti per conseguire l'obiettivo monetario.

Dal marzo 1973 si lasciò, in via di principio, che il franco fluttuasse liberamente nei confronti del dollaro. Nel periodo 1973-81, tuttavia, la Francia aderì a tratti ad accordi monetari che la impegnavano a sorvegliare il proprio cambio nei confronti di diversi paesi europei. La Francia partecipò agli accordi del "serpente" fino al gennaio 1974, quando se ne ritrasse per rientrarvi nel luglio 1975 ed uscirne di nuovo nel marzo 1976. Dal marzo 1979 la Francia è membro del Sistema Monetario Europeo (Sme).

Sia gli accordi del "serpente" sia quelli dello Sme esigevano che la Francia mantenesse il proprio cambio con gli altri membri entro limiti ristretti. Quando questi limiti venivano raggiunti, la Francia era obbligata a intervenire per impedire che fossero superati. Erano tuttavia previsti riallineamenti dei cambi e, quando le pressioni si fecero intense,

* Una versione più lunga di questo articolo fu preparata quando l'Autore era consulente presso il Fmi, che non è tuttavia responsabile delle opinioni qui espresse. Ringrazio per l'aiuto e gli utili commenti P. Dhonte, B. Nivollet, M. Xafa e B. de Schaetzen. Hanno assistito la ricerca B. Tucci-Bartsiotas e S. Becker. L'Autore fornirà a richiesta la versione completa, corredata di grafici e tabelle.

¹ Sull'esperienza francese in generale si veda: FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, *World Financial Markets*, i numeri ordinari della *International Currency Review*, AFTALION (1981), GALBRAITH (1982), THERON (1978), MELTZ (1980), BOURGUINAT (1980), CHOURAQUI (1981), BLACK (1977), DE LA GENIERE (1981), DE BOISSIEU (1982), OCSE, "Monetary Policy in France" (1974).

con entrambi gli accordi qualche riallineamento ebbe effettivamente luogo.

Nel periodo 1973-81 la Francia perseguì con impegno l'obiettivo della stabilità del cambio, specie nei confronti del marco tedesco, con vari strumenti: manovrando il saggio dell'interesse, aderendo ad un'unione monetaria e accettando i vincoli che questa imponeva, intervenendo sul mercato dei cambi e ricorrendo ai controlli sul cambio e sui capitali.² E riuscì ad avere, tra il gennaio del 1974 e la fine del 1980 uno dei cambi effettivi (nominale o reale) più stabili rispetto al dollaro.

Ma nel corso dell'intero periodo considerato il franco perse circa il 45% nei confronti del marco tedesco, mentre l'indice dei prezzi relativi (prezzi all'ingrosso tedeschi su prezzi all'ingrosso francesi) diminuiva di circa il 30%. Gran parte della perdita nei confronti del marco può essere spiegata con la più elevata inflazione francese. Malgrado, quindi, i reiterati tentativi di conservare il valore del franco rispetto al marco, alla fine il franco dovette arrendersi alle realtà di fondo.

Anche la gestione della moneta fu condotta in Francia con impegno. In primo luogo, la crescita della massa monetaria nell'ultimo decennio è rimasta relativamente stabile. In secondo luogo, le autorità riuscirono a contenere la crescita monetaria, riducendola dapprima rispetto ai livelli raggiunti nel 1970-72, e poi ancora dopo il 1977 (tabella 1). Terzo, anche gli obiettivi monetari furono raggiunti, soprattutto se si effettuano le necessarie correzioni statistiche. In breve, la Francia riuscì sia a ridurre gradatamente la crescita monetaria e a conseguire gli obiettivi annunciati, sia, nello stesso tempo, a ottenere una certa stabilità del tasso di cambio effettivo.

Negli anni tra il 1977 e il 1980 (gli anni di Barre) l'obiettivo prioritario della politica francese fu il contenimento dell'inflazione. L'inflazione, tuttavia, in quegli anni si fece più rapida, malgrado i successi conseguiti nel contenere la crescita monetaria, soprattutto a causa del secondo scossone dei prezzi petroliferi nel 1979-80 e, in molto minor misura, del programma di allentamento dei controlli sui prezzi varato nel 1978. E, come è avvenuto in anni recenti in molti altri paesi industriali, la lotta all'inflazione fu pagata in termini di occupazione: il tasso di disoccupazione quasi raddoppiò, da circa il 4,4% nel 1976 a circa l'8,1% nel 1981.

² Per una discussione dei criteri di manovra del cambio cfr. ARGY (1982), dove sono passate in rassegna anche le esperienze in proposito di Germania, Giappone e Regno Unito, fino alla fine del 1979. Cfr. anche ARGY (1983a, 1983b).

Nell'esame dell'esperienza francese un aspetto colpisce: lo sforzo di perseguire un certo numero di obiettivi, che non sempre possono essere tutti reciprocamente compatibili. Almeno tra il 1977 e il 1980 la politica macroeconomica francese sembra essere stata dominata da quattro obiettivi: un obiettivo di crescita monetaria (con cui sperava di controllare l'inflazione), il tentativo di rendere minime (come si è notato) le fluttuazioni del cambio, il desiderio di evitare ampi movimenti delle riserve, e infine l'intento di ridurre al minimo le oscillazioni del tasso di interesse importante per la produzione interna. Nel perseguimento di questi obiettivi si ricorse a una grande varietà di strumenti: (a) massimali di credito, (b) interventi compensativi sul mercato dei cambi, (c) controlli del saggio dell'interesse ed estese regolamentazioni dei mercati finanziari, (d) controlli sui cambi e sui movimenti di capitale, (e) particolari obblighi di riserva per i depositi di non residenti, (f) l'uso indipendente del saggio di interesse "d'intervento" per obiettivi esterni.

TABELLA 1

FRANCIA: CRESCITA MONETARIA E TASSO DI INFLAZIONE
(anno su anno)

Anno	Statistiche francesi		Fondo Monetario Internazionale			Tasso di inflazione	
	M ₂	M ₃	M ₂	M ₁	Credito ¹	Ritardato 1 anno	Ritardato 2 anni
1972	18,5	16,9	19,0	12,9	23,1	7,3	13,7
1973	14,5	14,0	14,8	10,1	18,1	13,7	11,8
1974	16,0	15,1	17,2	12,4	20,6	11,8	9,6
1975	16,5	16,8	14,7	10,0	13,5	9,6	9,4
1976	17,3	18,6	17,1	15,2	19,5	9,4	9,0
1977	12,3	13,5	11,8	7,2	12,6	9,0	10,8
1978	13,2	14,2	14,0	11,3	22,9	10,8	13,3
1979	13,4	14,2	12,9	12,2	12,1	13,3	13,3
1980	11,6	11,7	11,0	8,2	14,1	13,3	—
1981	12,6	12,5	11,3	11,9	15,5	—	—

¹ Linea 22a, IRS; crediti al settore privato (banche di deposito)
Fonte: International Monetary Fund, *International Financial Statistics* e statistiche francesi.

Nonostante l'abbondanza degli strumenti impiegati, l'esperienza francese dimostra che, soprattutto in periodi di tensione, è impossibile raggiungere simultaneamente tutti gli obiettivi perseguiti.

Nel corso del periodo in esame la Francia si è trovata in varie combinazioni di squilibri interni ed esterni, che essa ha affrontato impiegando tre tipi di politiche. In primo luogo, è ricorsa a politiche generali di controllo della domanda, fra l'altro, a politiche monetarie e fiscali. Ha poi impiegato "provvedimenti di sostituzione", diretti a migliorare la bilancia commerciale e i conti capitale, dati i livelli dell'attività economica. (In questi provvedimenti rientrano gli aggiustamenti del cambio — commerciale e/o finanziario, se sono separati —, i controlli sui cambi e sui capitali, la manovra del saggio d'interesse per influenzare i movimenti di capitali accoppiata a tentativi di proteggere l'economia interna da tale manovra, gli obblighi di riserva sui depositi dei non residenti.) Terzo, si è avuto un certo finanziamento dei saldi complessivi (intervento sul mercato dei cambi).

Come è noto, in certe situazioni, ad es. quando c'è avanzo e disoccupazione oppure inflazione e disavanzo, la manovra della domanda porta l'economia verso l'equilibrio su entrambi i fronti. Normalmente, tuttavia, tali politiche non sono in grado di correggere entrambi gli squilibri.³ È perciò necessario accompagnarle ad altri provvedimenti. In altre situazioni, ad es., di disavanzo e disoccupazione oppure di avanzo e inflazione, la manovra della domanda ha effetti contrastanti, in quanto uno degli obiettivi è perseguito a spese dell'altro. In questi casi è necessario ricorrere a più radicali politiche "di sostituzione" e "di finanziamento".

Tra il 1973 e la metà del 1974 la Francia si trovò in una situazione di inflazione, piena occupazione e disavanzo nei conti con l'estero. Dalla metà del 1974 alla fine del 1975 divenne prioritaria, con l'irrobustimento dei conti con l'estero, la riduzione della disoccupazione. Nel 1976 e ancora, in modo più accentuato, nel 1981-82 la Francia cercò di ridurre la disoccupazione, ma in una situazione di debolezza esterna. Infine, negli anni 1977 e 1980 la Francia assegnò priorità alla lotta all'inflazione, ma in un quadro vario di rapporti con l'estero. Talvolta il franco era forte su tutti i fronti (ad es., sia verso il marco sia verso il dollaro), talvolta era debole su tutti i fronti, altre volte era debole su un fronte e forte su un altro. Tra il marzo 1979 e la fine del 1980 il franco si

³ Cfr. ARGY (1981), Cap. 28.

mantenne prevalentemente forte all'interno dello Sme, ma verso il dollaro fu nel complesso debole.

Tra il 1973 e la metà del 1974, dal 1974 alla fine del 1975 e ancora per la maggior parte del periodo 1977-1980, non si ebbero seri conflitti tra obiettivi interni (cioè quelli considerati prioritari) ed obiettivi esterni. Nel 1973-74, in una situazione di inflazione e piena occupazione da una parte e disavanzo con l'estero dall'altra, le politiche monetaria e fiscale divennero ambedue restrittive. Dalla fine del 1974 alla fine del 1975, in una situazione di disoccupazione e avanzo, entrambe le politiche si fecero più espansive. Ma nel 1976, nel 1981-82 ed anche nel 1980 emersero conflitti tra i due obiettivi. Nel 1976 si diede la priorità agli obiettivi esterni e le politiche monetarie e fiscali divennero più restrittive, malgrado la disoccupazione. Nel 1980, con inflazione e posizione forte verso l'estero (all'interno dello Sme), la Francia affrontò decisamente la lotta all'inflazione. Nel 1981-82 emersero conflitti particolarmente acuti e le politiche sia monetarie sia fiscali si fecero più permissive, nonostante la debolezza dei conti con l'estero.

Nel corso dell'intero periodo la Francia, date le difficili situazioni interna ed esterna, ricorse anche ampiamente, come si è notato, a provvedimenti "di sostituzione" e ad interventi sui mercati valutari. Dal 1973 alla metà del 1974, al fine di evitare compiti troppo onerosi alla politica monetaria, l'aggiustamento esterno fu, almeno in parte, ottenuto con altri strumenti, tra cui una variazione del cambio, forti aumenti dei tassi di interesse "esterni", restrizioni sui flussi in uscita e abolizione degli obblighi di riserva sui depositi di non residenti. Ci furono pure interventi di una certa entità e un certo indebitamento compensativo. Nel 1976 le pressioni esterne furono affrontate, oltre che con politiche monetarie, fiscali e con la manovra del tasso d'interesse esterno, inasprendo i controlli sui cambi, incoraggiando l'afflusso di capitali e inoltre consentendo una certa fluttuazione del cambio; contemporaneamente, si ebbero anche interventi sui mercati valutari. Nel 1980, nel tentativo di alleviare la pressione esterna, furono reintrodotti gli obblighi di riserva sui depositi dei non residenti e rafforzati i controlli valutari. Nel 1981, con il franco debolissimo, queste misure furono capovolte. In entrambi gli anni si ebbe una certa fluttuazione del cambio e considerevoli interventi sui mercati valutari.

II. Obiettivi monetari e creditizi

1. *Obiettivi monetari.* Dal 1973 al 1977 le autorità francesi annunciarono obiettivi soltanto con riferimento alla crescita del credito bancario. È tuttavia noto che in quegli anni le autorità si preoccuparono anche della crescita monetaria. È quindi difficile stabilire in quale misura il credito bancario fosse un obiettivo intermedio di politica monetaria o invece uno strumento impiegato per regolare un ampio aggregato monetario M_2 . Comunque siano andate le cose prima del 1977, dopo tale data le autorità cominciarono ad annunciare obiettivi per la crescita di M_2 , a cui prestavano ora maggiore attenzione.⁴ Dapprima questo obiettivo fu fissato con una sola cifra; ma per il 1982 si aggiunse un excursus di 1,5 punti percentuali.

Il sistema francese di controllo monetario è complicato. Le autorità francesi hanno adottato un'ampia gamma di strumenti per controllare la liquidità del sistema bancario, i più importanti dei quali sono gli obblighi di riserva sui depositi a vista e a termine detenuti da residenti e non residenti, gli obblighi di riserva sui crediti e un tasso di intervento sul mercato aperto (al quale la banca centrale acquista, a propria discrezione, determinati strumenti finanziari dal sistema bancario).⁵ Dal 1977 le autorità hanno anche continuato a ricorrere ai massimali di credito, ma ora al fine di conseguire gli obiettivi monetari. La liquidità viene perciò controllata in modo da mantenere la coerenza fra ambedue gli obiettivi, quello monetario e quello creditizio.

Le autorità possono anche controllare i tassi d'interesse pagati dalle banche sui depositi inferiori ai 500.000 franchi; il tasso applicato sui prestiti è invece, in via di principio, libero. In pratica, tuttavia, questo tasso viene fissato informalmente da un accordo tra le banche e il governo, sulla base dei tassi pagabili sui depositi e sui costi del rifinanziamento al margine (quest'ultimo è sostanzialmente il tasso interbancario, che a sua volta è strettamente legato al tasso d'intervento).

Importante caratteristica del sistema bancario francese è che il mercato del credito bancario non è un mercato di equilibrio. Da una

⁴ Per la precisione, un obiettivo monetario fu annunciato prima: il 2 ottobre 1975 il governo aveva annunciato che nel 1976 il tasso di incremento dell'offerta di moneta sarebbe stato contenuto entro il 13%.

⁵ Esiste anche un tasso di sconto, ma negli ultimi anni il tasso di intervento è stato fissato al di sotto del tasso di sconto, il quale è così diventato molto meno importante come fonte di fondi per le banche. Con il diminuire d'importanza del sconto, agli inizi del 1972 si ridusse anche la pratica dei massimali di sconto.

parte, i massimali di credito non consentono alle banche di determinare liberamente la propria offerta ottimale di credito ai saggi di interesse vigenti; dall'altra, a una data (vincolata) offerta di credito bancario corrisponde un eccesso di domanda. Poiché, come noteremo fra breve, al di fuori del sistema bancario esistono limitati sostituti del credito bancario, tale eccesso di domanda resta insoddisfatto. In altre parole, è in azione un razionamento del credito. Ciò significa anche che la moneta esercita la sua influenza sulla spesa prevalentemente non attraverso il saggio dell'interesse, che tende ad essere rigido, ma piuttosto attraverso l'offerta di credito o di moneta disponibile nel sistema economico. La moneta e il credito influenzano perciò la spesa direttamente, piuttosto che indirettamente tramite il saggio d'interesse.⁶

Le autorità hanno anche tentato di influenzare la struttura dei saggi di interesse per conseguire obiettivi sia interni che esterni. Ad es., come vedremo, per raggiungere fini esterni hanno usato il tasso d'intervento e obblighi di riserva sui depositi dei non residenti (con ovvie implicazioni per i tassi d'interesse applicati per tali depositi), e, per conseguire obiettivi interni, hanno impiegato i tassi sui depositi e sui prestiti insieme a controlli sul credito.

2. *Massimali di credito.* Nel dicembre del 1972 le autorità introdussero, in un quadro di politiche anti-inflazionistiche, un nuovo sistema di massimali del credito:⁷ fissarono un tetto per la crescita del credito a privati nei primi sei mesi del 1973, e nello stesso tempo imposero penalizzazioni progressive, sotto forma di obblighi di riserva supplementari, in caso di sfondamento.

Lo schema è stato gestito applicando criteri selettivi. Alcuni tipi di prestatori (ad es., le banche più piccole) sono stati favoriti e alcuni tipi di prestiti (ad es., quelli per l'energia, per le esportazioni e per l'edilizia sociale) sono stati esonerati dagli obblighi di riserva supplementari e anzi assoggettati ad obblighi di riserva ridotti. Queste categorie di credito coprivano circa un quarto del credito totale.

Si sono avuti diversi mutamenti nelle tecniche di amministrazione dei massimali di credito. Ne ricordiamo due tra i più importanti. Nel dicembre del 1974 fu consentito alle banche di "riportare" per un

⁶ Cfr. CHOURAQUI (1981), secondo il quale (p. 209) «quanto ai meccanismi di trasmissione, gli studi econometrici suggeriscono che la politica abbia effetto soprattutto variando la disponibilità di credito bancario».

⁷ I controlli diretti sul credito hanno in Francia una lunga storia. Ad essi si era ricorso nel 1958-59, nel 1963-65 e nel 1968-70.

periodo massimo di sei mesi il credito precedentemente non utilizzato.⁸ Nel 1980, per contenere un credito incontrollato (sfuggito di mano durante il 1979), fu introdotto un sistema ponderato: i massimali di credito venivano calcolati applicando ai prestiti agevolati un peso inferiore (ma modificabile per decreto) rispetto ai crediti ordinari: ad es., i primi potevano contare per circa il 40% di quanto contavano i secondi.⁹

Sembra convinzione diffusa che negli ultimi dieci anni in Francia i massimali di credito abbiano funzionato ragionevolmente bene e siano stati efficaci,¹⁰ per motivi che non è difficile individuare. In primo luogo, in parte a causa delle penalizzazioni per superi e delle penalizzazioni implicite nel loro mancato raggiungimento, i massimali sono stati in generale rispettati. In passato il problema principale era costituito dalla parte non controllata del credito bancario; questa parte viene ora sorvegliata più attentamente, grazie alle modifiche introdotte nel 1980. In secondo luogo, almeno in confronto ai paesi anglosassoni, in Francia il credito bancario continua a rappresentare un'importante fonte di fondi, dato che il mercato dei capitali è relativamente sottosviluppato e strettamente controllato. Il credito proveniente da altri istituti finanziari è regolamentato; è inoltre controllato il saggio di interesse sulle obbligazioni, cosicché il corrispondente mercato è razionato. Di fatto, il credito "mercantile" (fra imprese) rimane una delle poche fonti di finanziamento più o meno prive di controlli ufficiali. In sintesi, il successo è un risultato della iper-regolamentazione del settore finanziario.¹¹

È interessante notare che nel biennio 1969-70 l'applicazione di massimali di credito aveva urtato in difficoltà che in parte richiamano i problemi incontrati più tardi dal Regno Unito nell'applicazione del *corset*.¹²

Possiamo quindi concludere che le autorità riuscirono a trarre profitto dall'esperienza dei tardi anni '60, riuscendo in anni più recenti a minimizzare le difficoltà insite nel ricorso a massimali di credito.¹³ Ciò non significa, tuttavia, che le difficoltà siano scomparse.¹⁴ Il sistema

⁸ Poiché la base per il calcolo della norma è il credito concesso effettivo, chi si tiene al di sotto dei massimali viene implicitamente penalizzato.

⁹ Alcuni prestiti agevolati restano totalmente esenti, ed hanno quindi un peso veramente pari a zero.

¹⁰ GALBRAITH (1982).

¹¹ A questa conclusione giunge Christian de Boissieu (che me ne ha data comunicazione verbale) in uno studio di prossima pubblicazione sulle innovazioni finanziarie.

¹² Cfr. ARGY (1983b), OCSE (1974). La differenza tra il *corset* ed i massimali di credito francesi è che nel primo caso le penalizzazioni sono applicate non all'eccesso di credito concesso ma all'eccesso di crescita di alcune passività fruttifere.

¹³ Le operazioni "faccia-a-faccia", ad es., ora sono proibite.

¹⁴ Il credito "mercantile" (tra imprese) pone qualche piccolo problema. Altri problemi potrebbero venire da prestiti in valuta delle banche a residenti.

continua ad essere molto rigido, e si è ora sviluppato un acceso dibattito tra i fautori di una liberalizzazione e i sostenitori dei vantaggi arrecati dalla conservazione di estesi controlli.

3. *Fissazione e controllo degli obiettivi monetari.* La M_2 , che le autorità hanno scelto come obiettivo, comprende tutti i depositi in valuta estera, detenuti sia da residenti sia da non residenti, oltre che i depositi in franchi detenuti da non residenti. Questa definizione differisce da quella che il Fmi dà di M_2 (moneta e quasi moneta), che esclude tutti i suddetti depositi (tabella 1).

Dobbiamo qui affrontare due problemi. Primo, come la Francia tenti di controllare il proprio obiettivo di crescita di M_2 . Secondo, come questo venga fissato.

Per affrontare il primo problema occorre risalire alle componenti della quantità di moneta.

Simboli usati

M_2	= Moneta e quasi moneta (definizione nazionale), che comprende i depositi in franchi di non residenti e tutti i depositi in valuta estera presenti nelle banche francesi
CUR	= Circolante
BC	= Fondi liquidi bancari (cassa)
TC	= Credito totale, compreso il credito non monetario
BCP	= Credito bancario al settore privato
TNC	= Credito esterno al sistema bancario (ossia, credito non monetario)
BCG	= Credito bancario al governo
CGT	= Credito totale al governo (compresa la Banca Centrale)
RD	= Depositi in franchi di residenti
RDFC	= Depositi in valuta estera di residenti (convertiti in franchi)
FD	= Depositi in franchi e in valuta estera di non residenti (convertiti in franchi)
BFC	= Attività in valuta estera delle banche (convertite in franchi)

- BCF = Prestiti bancari in franchi a non residenti
 LCB = Indebitamento verso la Banca Centrale
 CBCG = Prestiti della Banca Centrale al governo
 CBCB = Prestiti della Banca Centrale alle banche
 NFA = Attività nette sull'estero della Banca Centrale

La variazione della quantità di moneta viene così definita:

$$(1) \Delta M_2 = \Delta CUR + [\Delta RD + \Delta FD + \Delta RDFC]$$

La variazione della situazione delle banche è:

$$(2) [\Delta RD + \Delta FD + \Delta RDFC] + \Delta LCB = \Delta BC + \Delta BCP + \Delta BCG + \Delta BCF + \Delta BFC$$

Riordinando la (2) e sostituendo nella (1) si ottiene:

$$(3) \Delta M_2 = [\Delta CUR + \Delta BC] + \Delta BCP + \Delta BFC + \Delta BCG + \Delta BCF - \Delta LCB$$

La variazione nel bilancio della Banca Centrale è:

$$(4) [\Delta CUR + \Delta BC] = \Delta CBCG + \Delta CBCB + \Delta NFA$$

Sostituendo la (4) nella (3) e dividendo per la quantità iniziale di M_2 (M_{2-1}) si ottiene:

$$(5) \frac{\Delta M_2}{M_{2-1}} = \frac{[\Delta BCP]}{M_{2-1}} + \frac{[\Delta BCG + \Delta CBCG]}{M_{2-1}} + \frac{[\Delta BCF + \Delta BFC + \Delta NFA]}{M_{2-1}}$$

in cui la prima delle espressioni in parentesi è la parte di crescita monetaria dovuta a variazioni nel credito al settore privato, la seconda è la parte dovuta a variazioni nel credito al governo e la terza quella dovuta a variazioni nelle attività valutarie nette del sistema bancario.¹⁵

A questo punto è opportuno riordinare e ampliare l'espressione (3) per renderla più aderente alla rappresentazione francese e all'idea che i francesi hanno in fatto di obiettivi monetari quantitativi. In primo luogo, il credito che le autorità controllano comprende i crediti concessi da istituzioni finanziarie (Casse di risparmio e Fondo Nazionale dell'Energia) i cui depositi non sono compresi in M_2 . Possiamo perciò scrivere:

$$(6) \Delta TC = \Delta BCP + \Delta TNC$$

¹⁵ Poiché la definizione "ampia" di moneta del Fmi è diversa da quella francese, diversa sarebbe anche la forma che il Fmi darebbe all'equazione (5): l'ultimo termine accoglierebbe anche altre attività nette estere del sistema bancario ($\Delta FD + \Delta RDFC$).

È inoltre opportuno (e semplifica un poco le cose) scomporre il credito totale nella componente controllata (ΔTCC) e nella componente che rimane non controllata (ΔTCU); abbiamo quindi

$$(7) \Delta BCP = \Delta TCC + \Delta TCU - \Delta TNC$$

In secondo luogo, i francesi presentano le contropartite della moneta secondo criteri che differiscono da quelli del Fmi. La "componente estera" è la variazione delle attività nette estere della Banca Centrale. Il credito bancario a non residenti è compreso nel credito totale al settore privato. Quel che resta (comprese voci non incluse nelle precedenti categorie) viene ricompreso nelle "altre voci", il cui importo è molto piccolo.

Tenuto conto di tutto ciò, possiamo scrivere la seguente espressione.

$$(8) \frac{\Delta M_2}{M_{2-1}} = \frac{\Delta TCC + \Delta TCU - \Delta TNC + \Delta BCF}{M_{2-1}} + \frac{\Delta BFC}{M_{2-1}} + \frac{\Delta BCG + \Delta CBCG}{M_{2-1}} + \frac{\Delta NFA}{M_{2-1}}$$

che può essere presentata anche in questo modo:

$$(9) \frac{\Delta M_2}{M_{2-1}} = \frac{(TCC_{-1}) \Delta TCC}{(M_{2-1}) TCC_{-1}} + \frac{(TCU_{-1}) \Delta TCU}{(M_{2-1}) TCU_{-1}} - \frac{(TNC_{-1}) \Delta TNC}{(M_{2-1}) TNC_{-1}} + \frac{(BCF_{-1}) \Delta BCF}{(M_{2-1}) BCF_{-1}} + \frac{(BFC_{-1}) \Delta BFC}{(M_{2-1}) BFC_{-1}} + \frac{(CGT_{-1}) \Delta BCG + \Delta CBCG}{(M_{2-1}) CGT_{-1}} + \frac{(NFA_{-1}) \Delta NFA}{(M_{2-1}) NFA_{-1}}$$

Le equazioni (8) e (9) sono la base per proiezioni delle contropartite dei movimenti monetari e per il controllo della crescita di M_2 . Si consideri l'equazione (9) (trascurando per semplicità il termine ΔBCF e tutte le "altre voci"). Per conseguire una data crescita desiderata di M_2 le autorità debbono compiere una proiezione di ΔNFA (l'ammontare degli interventi sui mercati valutarie), dell'ammontare del disavanzo di bilancio che verrà finanziato con mezzi monetari e del credito non controllato; dati questi elementi e data la crescita obiettivo di M_2 , si può facilmente ricavare la necessaria variazione percentuale del credito controllato. Non si hanno notizie certe sul modo preciso in cui le proiezioni sono effettuate e le compatibilità vengono infine fatte rispettare.¹⁶

¹⁶ In pratica si distingue tra credito delle piccole e delle grandi banche e delle istituzioni non bancarie: a ciascuna di queste tre categorie vengono applicati diversi obiettivi di espansione del credito.

La differenza tra la (8) e la (9) è che la prima evidenzia il contributo diretto di ciascuna componente alla crescita monetaria, mentre la seconda dà i tassi di variazione di ciascuna componente aggiustati per i rispettivi pesi. La necessaria variazione percentuale del credito bancario può essere facilmente ricavata anche da una parallela trasformazione della (7).

Di fatto, la crescita monetaria non si è discostata molto dagli obiettivi prefissati. Se poi si tiene conto degli errori statistici, la corrispondenza è ancora più stretta. Lo scostamento massimo si ebbe nel 1979, quando il credito non controllato crebbe molto più rapidamente del previsto. Le previsioni sul credito al governo e sulle attività nette sull'estero si sono rivelate piuttosto precise.

Vediamo ora come viene fissato l'obiettivo della crescita monetaria. L'amministrazione Barre (agosto 1976-maggio 1981) si pose come obiettivo preminente il contenimento dell'inflazione, e considerò il contenimento della crescita monetaria come elemento essenziale al suo conseguimento. La riduzione della crescita monetaria doveva avvenire gradualmente, così che la stabilizzazione di tale crescita divenne un altro obiettivo di politica monetaria. In vista di questi obiettivi, le autorità determinarono un obiettivo di crescita monetaria compatibile con il tasso di inflazione di lungo periodo desiderato, con il tasso di crescita reale previsto per l'anno e con la variazione attesa della velocità di circolazione.

4. *Osservazioni sulla scelta di obiettivi intermedi.* Sono in proposito rilevanti due questioni: 1) la scelta di un particolare aggregato monetario; 2) la scelta tra un aggregato monetario e un aggregato creditizio, l'opportunità cioè del mutamento di strategia del 1977.

Le autorità francesi decisero di definire il proprio obiettivo monetario includendovi non soltanto i depositi in valuta detenuti in Francia da residenti, ma anche i depositi in Francia di non residenti sia in franchi sia in valuta. Può essere opinabile l'opportunità di includere tali depositi, e soprattutto quelli detenuti da non residenti, in un aggregato monetario volto alla stabilizzazione della spesa interna. Non ci fermeremo tuttavia su questa questione, che esula dagli scopi del presente lavoro.¹⁷ Ma, da un punto di vista pratico, è da notare che nel dicembre del 1981, ad es., tali depositi coprivano circa il 6,5% del totale

¹⁷ Per una buona discussione di questi temi, cfr. BRYANT (1980), Capp. 3,4 e 6. Cfr. anche ARGY (1983c).

di M_2 ; essi non sono quindi di entità trascurabile. Accadde comunque che l'andamento della crescita di M_2 nella definizione nazionale non si discostò molto da quello della crescita di M_2 secondo la definizione del Fmi (che esclude tali depositi) (tabella 1).

La seconda questione è stata ampiamente trattata nella letteratura, soprattutto in studi del Fmi.¹⁸ Si tratta di scegliere l'obiettivo intermedio tra M_2 , secondo la definizione francese, e il "credito" (sempre secondo la definizione francese). In questo contesto, è opportuno assumere che le autorità siano in grado di sorvegliare il credito non controllato, il credito al governo e la situazione valutaria delle banche. La differenza tra credito e M_2 si riduce allora ad una diversa considerazione delle variazioni impreviste nella bilancia dei pagamenti, che il primo assume monetizzate e la seconda sterilizzate.

Così stando le cose, ci si può chiedere quali siano le differenze più sostanziali tra i due obiettivi intermedi. Senza scendere in tutti i particolari, è facile dimostrare che il credito è il miglior stabilizzatore della bilancia dei pagamenti, mentre M_2 è probabilmente superiore per la stabilizzazione della produzione e dei prezzi. Si supponga, ad es., che la mobilità del capitale sia elevata (ma non perfetta): in caso di incrementi di spesa imprevisti (di origine interna), il credito sarà relativamente destabilizzante, giacché la domanda di moneta in eccesso richiederà capitali sufficienti a gonfiare corrispondentemente l'offerta di moneta. Il credito sarà meno efficace anche in caso di fluttuazioni impreviste dei saggi di interesse all'estero, giacché l'offerta di moneta potrà adeguarsi ai conseguenti movimenti di capitali in entrata o in uscita, mentre con la M_2 questi flussi verrebbero sterilizzati. Il credito è viceversa uno stabilizzatore più efficace in caso di fluttuazioni impreviste nella domanda di moneta, che esso è, almeno parzialmente, in grado di soddisfare.

III. La scelta di strumenti per obiettivi intermedi

Abbiamo asserito nell'introduzione che, almeno fin dal 1977 e probabilmente anche prima, i quattro obiettivi intermedi perseguiti dalla politica francese sembrano essere stati: (a) un obiettivo monetario

¹⁸ Cfr., ad es., POLAK e ARGY (1971), GUITIAN (1973), DAY (1979).

(b) un obiettivo di cambio (c) un obiettivo di riserve (d) un obiettivo di saggio d'interesse "interno". È possibile conciliare questi obiettivi? Per una breve valutazione, considereremo il caso, particolarmente appropriato alla Francia, in cui i mercati dei capitali e il saggio d'interesse siano regolati e vi sia imperfetta sostituzione fra attività esterne ed attività interne.

Si supponga una situazione caratterizzata da una certa disoccupazione e insieme da una certa pressione sulla moneta. A quali condizioni le autorità francesi saranno in grado di conseguire contemporaneamente tutti gli obiettivi sopra indicati? La nostra analisi sarà basata sulle seguenti ipotesi.

1. Il mercato del credito bancario è razionato e vi è eccesso di domanda di credito, non soddisfatta al di fuori del sistema bancario.

2. Le autorità monetarie determinano il tasso di intervento, a sua volta legato al tasso interbancario, che rappresenta il costo marginale del finanziamento.

3. Le autorità monetarie determinano anche il saggio d'interesse sui depositi a termine dei residenti.

4. I movimenti di debito e credito a breve dei residenti non banche è soggetto al controllo sui cambi. Ciò è coerente con il punto (1), altrimenti un eccesso di domanda non potrebbe protrarsi.

5. I debiti e i crediti in valuta delle banche sono determinati dalla differenza tra il tasso interbancario e il tasso dell'eurodollaro (per scegliere un tasso estero). Nello stesso tempo, i depositi in franchi di non residenti saranno determinati dal tasso d'interesse offerto sui depositi a termine di non residenti, che supponiamo libero.

6. Il tasso d'interesse dei prestiti è, come si è visto, normalmente fissato da un accordo ed è determinato dal tasso di interesse sui depositi a termine e dal costo marginale dei fondi finanziari.

7. Il credito concesso dal sistema bancario è in larga misura controllato dalle autorità. Le banche, inoltre, non desiderano sfondare il loro "tetto" creditizio.

Si consideri ora in che modo le autorità possono procedere. Primo, si suppone che esse rispettino gli obiettivi creditizio e monetario. Secondo, che elevino il tasso d'intervento. Terzo, che lascino invariato il tasso sui depositi oppure lo elevino molto meno del tasso d'intervento.

Quarto, vengono aboliti gli obblighi di riserva (ove esistano) sui depositi di non residenti. Ciò consente alle banche di offrire ai depositi di non residenti tassi più elevati che non a quelli di residenti. Infine, il tasso sui prestiti aumenterà, ma molto meno del tasso d'intervento.¹⁹ Nello stesso tempo, poiché il mercato del credito è razionato, tutto quel che succede è che la domanda di credito in eccesso si riduce.

La questione cruciale è se il più elevato tasso d'intervento abbinato al più elevato tasso d'interesse sui depositi di non residenti sia sufficiente a fronteggiare le pressioni sulla moneta.²⁰ Nella misura in cui lo sia, il tasso di cambio, le riserve e la quantità di moneta saranno tutti stabilizzati; e insieme sarà minimizzato l'aggiustamento del tasso d'interesse interno rilevante.

Come si è già notato, tuttavia, quando le pressioni sulla moneta sono serie non sarà possibile conseguire tutti questi obiettivi. In altre parole, è possibile proteggere il mercato interno, ma solo in misura molto limitata.

IV. Attività economica e inflazione (1973-81)

1. *Attività economica.* La tabella 2 mostra le principali influenze della domanda sull'attività economica negli anni 1973-81²¹ e l'andamento, nello stesso periodo, del *gap salariale* reale (costo unitario del lavoro diviso per il deflatore del valore aggiunto nell'industria manifatturiera). Per la prima volta, nel 1975 l'attività economica diminuisce nettamente. Il motivo può essere rintracciato nel protrarsi degli effetti diretti sulla spesa dello *shock* petrolifero del 1974, nella sostanziale perdita di competitività di quell'anno e nel brusco mutamento della domanda estera reale (gli impulsi monetari e fiscali erano stati invece espansivi).

¹⁹ Oppure, il tasso dei prestiti potrebbe essere sussidiato o compresso, cosicché l'aggiustamento ricada sui profitti.

²⁰ Si noti che, anche se il tasso viene aumentato per neutralizzare l'incentivo delle banche a spostare capitali, vi sarà qualche deflusso non bancario, che dovrà essere sterilizzato; una certa variazione delle riserve sarà comunque inevitabile.

²¹ A rigore, l'attività corrente risente non soltanto delle correnti influenze della domanda, ma anche di queste influenze ritardate. La tabella 2 dovrebbe essere letta in questo modo. Per l'analisi su cui la tabella si fonda, cfr. ARGY (1981), Cap. 18.

TABELLA 2
FRANCIA: INFLUENZE PRINCIPALI DELLA DOMANDA SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA E SUL DIVARIO SALARIALE REALE

	1973	1974 ¹	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Variatione % nei saldi monetari reali (M ₂) ²	7,2	2,3	4,7	7,7	3,0	4,1	2,6	- 1,7	- 0,7
Impatto fiscale (FMI)	- 0,3	- 0,3	1,6	- 1,1	0,2	1,0	- 1,3	- 1,7	2,0
Variatione % nel tasso reale effettivo (costi unitari di lavoro) (FMI)	4,8	- 7,0	13,7	- 1,9	- 5,7	- 0,4	4,8	3,3	- 6,6
Variatione % nella domanda reale estera PNL reale (paesi industriali)	6,2	0,6	- 0,5	4,9	4,0	4,0	3,6	1,3	1,2
Volume delle importazioni "trade-weighted" (FMI)	14,7	12,4	1,4	10,7	5,2	6,2	7,2	7,0	4,5
Attività interna									
variazione % nel PNL	5,4	3,2	0,2	5,2	3,1	3,7	3,5	1,2	0,8
Tasso di disoccupazione	2,6	2,8	4,1	4,4	4,7	5,2	5,9	6,3	8,1
Divario produzione (FMI)	1,2	0,6	- 7,7	- 4,6	- 4,8	- 6,1	- 7,2	- 11,8	- 17,1
Divario salario reale ³ 1975 = 100 (indice)	97	99	100	100	100	101	101	99	98
1972 = 100 (calcoli OCSE) ⁴	101,5	104,6	106,8	104,4	105,3	104,4	102,6	105,1	106,7

¹ Shock diretto del prezzo del petrolio.

² Anno su anno. Definizione francese di M₂ - crescita monetaria meno tasso di inflazione.

³ Costo unitario del lavoro (normalizzato) diviso per il deflatore del valore aggiunto nell'industria manifatturiera.

⁴ OECD World Economic Outlook. Retribuzione totale pro capite divisa per il deflatore del consumo privato diviso per il reddito nazionale reale per persona occupata.

Nel 1976 si ebbe una notevole crescita reale e un'accelerazione della crescita monetaria. Nello stesso tempo, il tasso di inflazione diminuì bruscamente. La crescita dei saldi monetari reali quindi si accentuò. In aggiunta, vi fu anche una rapida ripresa dello sviluppo della domanda reale estera.

È interessante confrontare gli effetti del primo e del secondo *shock* petrolifero, e le reazioni che seguirono. In entrambi i casi, vi fu un effetto diretto negativo sulla spesa; in entrambi vi furono spinte da costi all'inflazione. Nel 1979-80 la crescita monetaria rallentò al crescere dell'inflazione, mentre nel 1974-75 c'era stata una certa sua accelerazione; nello stesso tempo, la politica fiscale fu nel complesso espansiva nel 1974-75 e restrittiva nel 1979-80. Nel 1979-80 quindi gli impulsi monetari e fiscali rafforzarono l'effetto deflazionistico dello *shock* petrolifero, mentre nel 1974-75 avevano avuto un'influenza "compensativa".

La forte caduta dell'attività economica del 1981 può essere spiegata, principalmente, con lo sviluppo negativo dei saldi monetari reali e con il rallentamento della domanda mondiale. La politica fiscale tentò di neutralizzare in parte queste tendenze.

Se, dunque, non è difficile spiegare l'andamento dell'attività con l'azione della domanda reale, più difficile è far risalire il ristagno di anni successivi al 1975 ad un eccessivo *gap* salariale, almeno nell'industria manifatturiera. Tra il 1975 e il 1981 il *gap* salariale, comunque definito, rimase praticamente immutato, eppure la disoccupazione aumentò notevolmente. Gli argomenti tradizionali non hanno quindi molta importanza per la comprensione del più recente andamento della disoccupazione in Francia.

2. *Crescita monetaria e inflazione*. La tabella 1 mostra l'andamento della crescita monetaria e il tasso d'inflazione ritardato per gli anni 1972-1981.

Se ne traggono diverse sorprese. In primo luogo, l'andamento della crescita monetaria è molto simile per le quattro definizioni di moneta, cosicché non si pone per la Francia un serio problema di scelta del miglior indicatore della pressione del settore monetario.²² In secondo luogo, la crescita monetaria non varia molto da un anno all'altro, soprattutto dopo il 1977; è stata quindi ragionevolmente stabile per

²² E ciò in netto contrasto con le recenti esperienze di alcuni paesi anglosassoni, in particolare del Regno Unito, degli Stati Uniti e del Canada.

tutto il periodo. In terzo luogo, non sembra esservi relazione tra crescita monetaria e inflazione (qualsiasi ritardo temporale si introduca).

Si consideri la relazione tra crescita monetaria e saggio d'inflazione con ritardo di due anni. È vero che la caduta della crescita monetaria del 1973 si "traduce" in una caduta del tasso d'inflazione del 1975. Nei tre anni successivi (1974-76), tuttavia, la crescita monetaria si accelera ma il tasso di inflazione diminuisce. Si ha poi un'ulteriore notevole flessione della crescita monetaria nel 1977-79, ma il tasso di inflazione aumenta ulteriormente.

Non è difficile individuare il motivo della debolezza di questa relazione. Data la relativa stabilità della crescita monetaria, il tasso di inflazione è stato dominato dalle spinte dei costi: fra l'altro, dalle variazioni dei prezzi mondiali (particolarmente rilevanti i due shock petroliferi del 1974-75 e del 1979-80), dai programmi di controllo e di liberalizzazione dei prezzi, da variazioni dell'imposta sul valore aggiunto (in particolare nel 1977).

Queste conclusioni generali sono confermate da una semplice regressione, per gli anni 1965-81, che tenta di spiegare il tasso di inflazione (P) con la crescita monetaria dello stesso periodo o di periodi precedenti (definizione di M_2 del Fmi), con le modificazioni della variazione percentuale dei prezzi all'importazione in franchi (ΔIMP)²³ e con la variabile dipendente di ritardo. Ebbene, la crescita monetaria non è significativa, si usi il valore corrente o quello ritardato.²⁴ È invece significativa la variazione dei prezzi all'importazione. Ecco il risultato:

$$\hat{P} = -0,19 + 0,08M_{2t-1} + 0,08\Delta IMP + 0,95P_{t-1}$$

(0,12) (0,69) (3,4) (8,6)

$$\bar{R}^2 = 0,84 \text{ h di Durbin } 0,36$$

(rapporti t indicati in parentesi)

VICTOR ARGY

²³ Il mutamento della variazione percentuale dei prezzi all'importazione è stato impiegato per riflettere il fatto che, con una crescita monetaria data, un tasso più elevato di variazione dei prezzi all'importazione non può incidere permanentemente sul tasso di inflazione.

²⁴ Si sono usate diverse varianti, in nessuna delle quali la crescita monetaria era però significativa.

BIBLIOGRAFIA

- AFTALION, F. (1981), "The Political Economy of the French Monetary Policy", preparato per la Research Planning Conference on the Political Economy of Monetary Policy in Western Europe, University of Illinois, Urbana, Champaign, 18-20 novembre.
- ARGY, V. (1981), *The Postwar International Money Crisis: An Analysis*, George Allen & Unwin, London.
- ARGY, V. (1982), *Exchange-Rate Management in Theory and Practice*, Princeton Study in International Finance No. 50, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, ottobre.
- ARGY, V. (1983a), "The West German Experience with Monetary and Exchange Rate Management: 1973 to 1981".
- ARGY, V. (1983b), "The United Kingdom's Experience with Monetary and Exchange Rate Management: 1972 to 1981".
- ARGY, V. (1983c), "Choice of Intermediate Money Target in a Deregulated and an Integrated Economy with Flexible Exchange Rates", *International Monetary Fund Staff Papers*, dicembre.
- ARGY, V. e SEMUDRAM, M. (1981), "Test of a Simple Model of the Determination of the Effective Exchange Rate for the Mark (March 1973 to December 1979)", *Empirical Economics*, Vol. 6, n. 3, pp. 163-171.
- BLACK, S.W. (1977), *Floating Exchange Rates and National Economic Policy*, Yale University Press, New Haven, London.
- BOURGUINAT, H. (1980), "La Nouvelle Politique Financière et Monétaire de la France (1976-1979)", rapporto preparato per il convegno *La Politique Economique de la France* della American Enterprise Institute, Washington 29-30 maggio.
- BRYANT, R. (1980), *Money and Monetary Policy in Interdependent Nations*, Brookings Institution, Washington.
- CHOURAQUI, J. C. (1981), "Monetary Policy and Economic Activity in France", in A. Courakis (ed.), *Inflation, Depression and Economic Activity in the West*, Barnes and Nobel, New Jersey.
- DAY, W.H. (1979), "Domestic Credit and Money Ceilings Under Alternative Exchange Rate Regimes", *International Monetary Fund Staff Papers*, settembre.
- DE BOISSIEU, C. (1982), "Formation et rôle des taux d'intérêt: un essai de mise en perspective", *Economica*.
- DE LA GENIERE, M. (1981), "La Politique Monétaire Française", *Banque de France Bulletin Trimestriel*, marzo.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1979), "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", *Quarterly Review*, 4.
- GALBRAITH, J. (1982), "Monetary Policy in France", *Journal of Post-Keynesian Economics*.
- GUITIAN, M. (1972), "Credit Versus Money as an Instrument of Control", *International Monetary Fund Staff Papers*, novembre.
- ISARD, P. (1980), "Factors Determining Exchange Rates: The Roles of Relative Price Levels, Balances of Payments, Interest Rates and Risk", *BIS Working Paper No. 4*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, settembre.
- MELITZ, J. (1980), "The French Financial System: Mechanisms and Propositions of Reform", studi preparati per la Conferenza sulla politica economica della Francia organizzata dall'American Enterprise Institute, Washington, D.C., 29-31 maggio.
- MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK (1979), *World Financial Markets*, novembre.
- OECD (1974), "Monetary Policy in France", *Monetary Studies Series*.
- POLAK, J.J. and ARGY, V. (1971), "Credit Policy and the Balance of Payments", *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. XVIII, No. 1, marzo, pp. 1-24.
- THERON, M. (1978), "La Politique Monétaire Française au Cours Des Dix Dernières Années", *Kredit Und Kapital*, No. 1.