

Incertezza e processo finanziario: le conseguenze per il potere della banca centrale *

La teoria monetaria attribuisce generalmente una grande influenza alla politica monetaria. Nella maggior parte delle sue versioni si assegna all'autorità monetaria il potere di determinare l'"offerta di moneta" che, a sua volta, determinerebbe il livello dei prezzi o con un effetto rapido o ad equilibrio raggiunto in un futuro non meglio precisato. Analogamente, nella teoria è frequente l'ipotesi che l'autorità monetaria fissi i tassi d'interesse e, attraverso questi, eserciti un'influenza sull'investimento (e forse sul consumo) e quindi sul livello dell'attività economica. Questi sono certamente effetti di non poco conto.

Prendiamo allora in considerazione le banche centrali, che sono gli agenti che attuano la politica monetaria. Si tratta chiaramente di istituzioni di grande influenza. Le dichiarazioni dei funzionari delle banche centrali hanno un riflesso sull'andamento dei mercati finanziari: le loro parole devono quindi essere soppesate accuratamente e vengono lette con la massima attenzione, come un oracolo, alla ricerca di significati nascosti. Ciononostante, le banche centrali sono istituzioni di piccole dimensioni. Il bilancio della Banca d'Inghilterra, per esempio, è poco più di un millesimo del bilancio complessivo anche delle sole *discount house*, è soltanto un cinquantamillesimo circa di quello del complesso delle banche e un decimillesimo del debito pubblico. Anche le operazioni effettuate dalla banca centrale sono di modeste dimensio-

* Questo articolo è basato sul libro di J.C.R. DOW e I.D. SAVILLE, *A Critique of Monetary Policy: Theory and British Experience* (Oxford University Press, in corso di pubblicazione). Da un certo punto di vista, il libro è uno studio dell'esperienza monetaria del Regno Unito a partire dagli inizi degli anni settanta. L'interpretazione di questa esperienza ha richiesto un inquadramento teorico che in gran parte può essere valido anche per altri paesi. Questo articolo riassume l'argomentazione teorica, senza particolari riferimenti al contesto nazionale e storico. Entrambi gli autori sono responsabili per le idee qui espresse.

ni. L'effetto sui tassi d'interesse è esercitato prevalentemente mediante un'azione sulle riserve delle banche. Si tenga presente però che, nel Regno Unito, i depositi liberi per la gestione di tesoreria delle banche presso la Banca d'Inghilterra sono soltanto circa un millesimo dello *stock* di moneta nella definizione più ampia (M3). A volte la Banca concede prestiti al sistema bancario per incrementare le riserve, ma ogni aggiunta è piccola rispetto a quanto le banche già detengono. Il saggio d'interesse praticato dalla Banca per queste anticipazioni può essere maggiorato di qualche punto come penalizzazione, ma anche questo è un aggravio relativamente piccolo, che di per sé aggiunge un ammontare insignificante alla somma che le banche commerciali devono già pagare per i fondi che danno a prestito.

È evidente che le banche centrali governano con guanto di velluto. Il problema allora è: come sono raggiunti effetti di tanto vasta portata e quali sono le loro effettive dimensioni? Penso che sia legittimo distinguere tra mercati finanziari e economia reale, termine con il quale intendo la produzione di beni e servizi e i loro prezzi. La grande influenza che le banche centrali esercitano sui mercati finanziari è sotto gli occhi di tutti. Ma fino a che punto questa influenza si estende al mondo reale e si fa sentire sul livello dei prezzi e dell'attività economica?

Ho intitolato questo articolo "Incertezza e processo finanziario". Con "processo finanziario" indico il modo in cui le attività finanziarie e il loro prezzo (e quindi il loro rendimento o tasso d'interesse) si aggiustano al mutare delle circostanze, compreso un *trend* ascendente del reddito nazionale. Ci sono dei legami tra il rendimento delle attività finanziarie e quello delle attività reali. La mia tesi sarà che, in un mondo di grande incertezza, questi legami sono tenui e la loro debolezza facilita l'influenza dell'autorità monetaria sul prezzo delle attività finanziarie. Tuttavia il legame con il rendimento delle attività reali non è del tutto inesistente, e pone limiti al movimento dei prezzi delle attività finanziarie, e quindi anche alla capacità dell'autorità monetaria di influenzarli.

Mi occuperò come primo punto della determinazione dei tassi di cambio. Passerò poi ai tassi d'interesse. Come terzo punto parlerò della quantità di moneta e, infine, affronterò il problema del controllo monetario.

Tassi di cambio

Domanda numero uno: cosa determina i tassi di cambio? Tassi di cambio liberamente flessibili sono chiaramente soggetti a grandi fluttuazioni, non però senza limiti. L'idea che mi sono fatto è che, all'interno di un ampio spettro, i tassi di cambio sono influenzati da fattori accidentali legati alle aspettative, ma che "fattori strutturali" delimitano l'intervallo di fluttuazione. Devo cominciare da alcuni elementi che sono ben noti.

Ci si può innanzitutto chiedere come andrebbero le cose se i fattori strutturali non si limitassero a definire gli estremi dell'intervallo di fluttuazione, ma determinassero compiutamente i tassi di cambio in ogni istante. Si è rimandati così all'idea di tasso di cambio di equilibrio. Secondo alcune teorie prevalenti in passato, il tasso di cambio di equilibrio era il prezzo che portava la bilancia dei pagamenti di parte corrente o in equilibrio o ad un livello compatibile con un accettabile flusso di capitali. Il tasso di cambio di equilibrio — come pure quello effettivo, se coincideva sempre con quello di equilibrio — veniva così a dipendere dalle condizioni della domanda e dell'offerta di importazioni e di esportazioni.

La storia è resa più complicata, ma non è modificata nella sostanza, quando si prende in considerazione la mobilità internazionale dei capitali, che impone di guardare ai tassi di cambio in termini dei vantaggi relativi del detenere attività di tipo diverso. In un mondo in cui si avesse la ferma convinzione che nel futuro i tassi di cambio resteranno stabili, attività analoghe avrebbero in equilibrio lo stesso identico rendimento in tutti i paesi. Ma nella realtà prevale una forte incertezza sui tassi di cambio che prevarranno nel futuro, e quindi i rischi connessi al cambio intervengono a complicare il quadro.

La maggior parte delle persone non sono cittadini del mondo, ma di uno specifico paese e, a parità di condizioni, preferiscono detenere attività finanziarie denominate nella moneta del paese in cui vivono. Deterranno quindi attività in valuta estera o effettueranno investimenti reali all'estero soltanto se ci sono prospettive di un guadagno addizionale. Quest'ultimo può provenire o da una redditività particolarmente elevata, in assenza di variazioni del cambio; o da aspettative di guadagni sul cambio, tramite un deprezzamento della moneta del proprio paese

rispetto a quella del paese verso cui si sono indirizzati. Quanto maggiore è l'esposizione ai rischi del cambio, tanto maggiore è il premio richiesto per accettare di affrontare il rischio.

Un *deficit* di parte corrente prolungato ha come conseguenza un progressivo aumento proprio in quest'ultimo tipo di esposizione: un aumento progressivo del debito estero dei residenti, cioè nelle attività estere dei cittadini degli altri paesi. Il tasso di cambio sarà quindi spinto verso il basso, fino al punto in cui le aspettative di un successivo apprezzamento faranno apparire allettante l'esposizione al rischio. Con il passare del tempo il deprezzamento modificherà il saldo di parte corrente; così è ancora lecito dire che sono le considerazioni relative alle partite correnti a determinare il tasso di cambio di equilibrio. Tuttavia gli aggiustamenti della parte corrente della bilancia dei pagamenti sono lenti, e possono richiedere un lustro o più. Perché l'andamento del cambio sia privo di scosse, gli operatori esteri dovrebbero essere disposti a detenere valuta nazionale per cinque anni o più nell'aspettativa di un continuo apprezzamento nel corso di tutto il periodo.

Nella realtà pochi operatori agiscono su orizzonti tanto ampi. Il futuro livello di equilibrio del tasso di cambio può essere soltanto vagamente percepito: né gli operatori sul mercato né gli economisti sono in grado di calcolarlo con un minimo di esattezza. Perciò la maggior parte degli operatori ha un'ottica di breve periodo. La possibilità di guadagnare sul cambio nel breve periodo detenendo una data valuta dipende dalle decisioni degli altri operatori di domandarla sul mercato facendone salire il prezzo, decisioni che a loro volta sono influenzate dalle aspettative sul comportamento degli altri. I mercati valutari sono quindi sensibili ai fenomeni della psicologia di massa; e ciò rende assai instabili i cambi in un regime di cambi flessibili.

Tuttavia ci sono limiti alla variabilità. La vaga percezione del livello di equilibrio del tasso di cambio, che in genere è ciò di cui i mercati valutari dispongono, diventa più netta se i tassi di cambio raggiungono livelli molto alti o molto bassi. A quel punto infatti i flussi commerciali cominciano a reagire con maggiore rapidità, o almeno appare sempre più evidente che prima o poi una reazione ci sarà. In queste circostanze l'eccesso di offerta (o di domanda) di una valuta comincia ad essere corretto. Esiste quindi un punto ai due estremi al di là del quale appare improbabile che il tasso di cambio possa restare a lungo. Keynes (parlando del mercato dei titoli) distingueva tra individui «dalle serie intenzioni» che effettuano gli acquisti sulla base «delle migliori aspetta-

tive di lungo periodo che riescono a formare» e «giocatori d'azzardo» che guardano soltanto ai guadagni a breve; e aggiungeva che c'è una «grande differenza» a seconda di quale dei due tipi di operatori predomini. Quanto più estremo è il livello dei tassi di cambio, tanto più le idee «sobrie» dominano l'ambiente in cui intervengono i «giocatori d'azzardo». Si può quindi dire che le caratteristiche strutturali dell'economia fissano i limiti al movimento dei tassi di cambio, anche se non ne determinano rigidamente il livello all'interno di questi confini.

Molti elementi di questo ragionamento sono ben noti, ma non esposti in questo modo. Questa ricostruzione sembra però offrire una spiegazione plausibile dell'alta instabilità dei tassi di cambio e dei limiti alle loro variazioni. All'interno di un intervallo, i tassi di cambio appaiono indeterminati. Al di fuori di tale intervallo prendono il sopravvento considerazioni relative alle caratteristiche strutturali della bilancia dei pagamenti, e sono queste che limitano il campo di variabilità.

È evidente che questi limiti sono abbastanza ampi. Nessuno è in grado di conoscere esattamente il valore di equilibrio di un tasso di cambio in un dato momento; è però improbabile che questo subisca grandi variazioni nel corso di pochi anni. L'osservazione del comportamento delle principali monete suggerisce una banda di oscillazione compresa tra il 10 o il 20% al di sopra e al di sotto del punto in cui si può supporre si trovi il livello di equilibrio del tasso di cambio.

Disponiamo ora di una base da cui esaminare come le autorità monetarie possono influenzare lo stato abbastanza fluido dei mercati valutari. Un mutamento del tasso di cambio può essere ottenuto o comprando o vendendo valuta estera; oppure variando il tasso d'interesse. Tuttavia ognuno di questi strumenti ha dei limiti e, a volte, è facilmente vanificato da forze di mercato che agiscono nella direzione opposta. Altre volte le cose vanno diversamente: se le autorità monetarie hanno un forte peso nella formazione dell'opinione del mercato, anche un gesto simbolico può bastare.

Secondo la mia interpretazione, i risultati ottenuti dalle autorità monetarie, quando ci sono, si spiegano innanzitutto con la capacità delle banche centrali di influire sulle aspettative del mercato. Dato che il livello del tasso di cambio di qui a un mese, o a un anno, è estremamente incerto, le aspettative non sono mai molto salde, e reagiscono a svariati eventi casuali. I mercati si attaccano ad ogni indizio. Quello che le autorità monetarie fanno, o dicono, o anche si ritiene che pensino, può

avere un peso enorme, perchè promana da operatori reputati molto potenti; e un intervento minimo oggi può essere letto come la promessa di ulteriori interventi, se le circostanze lo richiedessero. La politica adottata deve però apparire coerente e plausibile e non in aperto contrasto con le caratteristiche strutturali del sistema. La credibilità è fragile e la si perde alla svelta e, una volta perduta, non è facilmente recuperabile. Le autorità monetarie hanno quindi un grande potere sopra i tassi di cambio, ma all'interno di stretti limiti.

La teoria economica è costruita in gran parte sulla nozione che un disequilibrio mette in movimento forze correttive, così che l'equilibrio governa il movimento del sistema. Ho cercato di tracciare un quadro in cui l'importanza di queste forze fondamentali non è trascurata, ma in cui il sistema opera con margini di flessibilità. Per il prevalere dell'incertezza, esiste un'area d'intermediazione in cui le forze del sistema non stabiliscono rigidamente il corso degli eventi, che è il prodotto di fattori speculativi erratici. Proprio questa mancanza di determinatezza e la vaghezza delle aspettative aprono la porta all'influenza delle autorità monetarie. Il quadro che ho tracciato sarà utile nella discussione dei tassi d'interesse, nel prossimo paragrafo.

Tassi d'interesse

Negli ultimi vent'anni i tassi d'interesse hanno avuto variazioni molto maggiori che nel periodo precedente. Non è semplicemente una questione di saggi d'inflazione più elevati e più variabili; a quanto sembra, anche i tassi d'interesse reali sono variati notevolmente, probabilmente in un intervallo che raggiunge i cinque punti in entrambe le direzioni.

Ci sono tre problemi ai quali spero di riuscire a dare un qualche tipo di risposta. Primo problema: perché tanta variabilità? Il secondo problema riguarda i limiti del campo di variazione: perché i tassi d'interesse non sono variati ancora di più? Il terzo problema riguarda il modo in cui le banche centrali influenzano i tassi d'interesse, dato per scontato che questa influenza esiste. Quando la banca centrale aumenta il proprio tasso attivo (che io chiamerò tasso della banca centrale),

anche gli altri tassi d'interesse salgono. Questo risultato non è spiegabile con l'ammontare delle attività finanziarie comprate o vendute dalla banca centrale: come spiegarlo, allora?

Per trovare una risposta a tutti e tre i quesiti serve una teoria generale della determinazione dei tassi d'interesse. Il problema è stato ampiamente discusso da parte degli economisti fino a circa il 1960; ma il confuso dibattito di allora ha stranamente lasciato il posto al silenzio di tutti questi anni. Il miglior modo per introdurre l'argomento mi sembra sia cominciare con le obiezioni di Keynes a quella che definiva la teoria classica dell'interesse. Secondo quell'impostazione, che è viva tuttora, il tasso d'interesse è il prezzo che adegua risparmio e investimento, desiderio di risparmiare e desiderio di investire.

Il risparmio e l'investimento sono concetti di flusso: incrementi alla ricchezza accumulata e incrementi allo *stock* di capitale. Oggi si può concordare sul fatto che la teoria classica dovrebbe essere riformulata in termini di *stock*; il tasso d'interesse sarebbe allora visto come il prezzo che rende compatibile il desiderio di detenere ricchezza, invece che incrementarla o consumarla, con il desiderio d'impiegare produttivamente attività reali. Se le cose stessero semplicemente così, il tasso d'interesse sarebbe rigidamente determinato da queste due propensioni; le autorità monetarie non avrebbero modo di modificarlo se non cambiando il proprio risparmio o investimento in proporzioni che dovrebbero essere molto ampie. Ma non è così che la banca centrale opera. Ecco un motivo per pensare che la teoria classica deve essere sbagliata o incompleta.

L'argomento più solido contro la teoria classica parte dal fatto che l'aggiustamento dello *stock* di ricchezza e del capitale in risposta a variazioni del tasso d'interesse è lento. Supponiamo per esempio che il risparmio aumenti del 10% da un anno all'altro, mentre il desiderio d'investire resta invariato. Secondo la teoria classica, il risultato sarebbe una pressione verso il basso sui tassi d'interesse, che a sua volta stimolerebbe l'investimento (e forse ridurrebbe il risparmio). Aspettando abbastanza a lungo, può darsi che le cose funzionino così e che l'equilibrio tra risparmio e investimento sia ristabilito per questa via. Ma il sistema non può attendere tanto. C'è una discrepanza immediata tra risparmio e investimento che deve essere corretta in qualche modo. L'aumento del risparmio, e quindi la diminuzione della spesa, produrranno una riduzione del reddito fino al punto in cui il risparmio, per questa via alternativa, si è riallineato con l'investimento.

Arrivo ora al punto centrale della mia argomentazione. Dal momento che l'uguaglianza tra risparmio e investimento è stata ripristinata, la forza che avrebbe dovuto esercitare una pressione verso il basso sui tassi d'interesse è diventata inutile. Il meccanismo classico non comincia nemmeno ad agire perchè è reso superfluo dall'aggiustamento via reddito, che agisce più rapidamente.¹ La conclusione importante è che il tasso d'interesse non è determinato dalle propensioni a risparmiare e a investire.

Il motivo per cui lo *stock* di ricchezza e lo *stock* di capitale sono lenti nell'aggiustamento ha qualcosa a che vedere con il fatto che si tratta di *stock* di grosse dimensioni, grosse per esempio relativamente al reddito, così che l'aggiustamento richiede tempo. In un mondo perfetto i risultati finali potrebbero tuttavia essere previsti e immediatamente presi a base per le decisioni. Ciò però non accade soprattutto per la grande incertezza del futuro.

Queste considerazioni forse non sono state esposte chiaramente da Keynes; egli però non aveva dubbi sul fatto che l'uguaglianza tra risparmio e investimento non è realizzata dal tasso d'interesse, per cui devono essere il reddito e la produzione ad occuparsene. Aggiungo per inciso che questa argomentazione mostra come il cattivo funzionamento del sistema economico che produce la disoccupazione ha origine non nel mercato del lavoro, come talvolta si dice, ma nel mercato dei capitali. Questa, secondo me, è stata la maggiore intuizione di Keynes. Il dibattito successivo è stato dominato dal diagramma IS-LM di Hicks, nel quale il punto centrale di Keynes è implicito. Ma Hicks cercava di conciliare Keynes con i classici, e non poteva sottolineare questo punto che da allora è andato perso di vista.

Quello che devo aggiungere è analogo a quanto detto per i tassi di cambio. Se le propensioni al risparmio e all'investimento non sono uguagliate dal tasso d'interesse, questi elementi strutturali lo lasciano indeterminato: libero di essere determinato, almeno all'interno di un certo intervallo, soltanto dalle aspettative sui tassi futuri d'interesse. Dal momento che in tempi normali il mercato è dominato da operatori che si muovono sul breve periodo, è probabile che le opinioni del mercato siano erratiche, alimentate da speranze di guadagno o da paure di

¹ *Ex post* il risparmio e l'investimento devono essere uguali in ogni istante. L'uguaglianza tra risparmio e investimento *ex ante* è realizzata attraverso aggiustamenti del reddito soltanto gradualmente, ma in maniera più rapida che attraverso reazioni ai mutamenti dei tassi d'interesse, se questa via alternativa fosse percorribile.

perdite di breve periodo. Ciò spiega perchè i tassi d'interesse sono variabili. Resta da spiegare perchè i tassi d'interesse non varino ancora di più. Una risposta potrebbe essere la seguente. A livelli estremi del tasso d'interesse cominciano forse a manifestarsi effetti rapidi, o chiaramente prevedibili, sull'investimento (e forse sul risparmio). Nessuno investirebbe in attività reali se i tassi d'interesse sulle attività finanziarie potessero essere spinti fino al 100% all'anno. Quindi la domanda di fondi si ridurrebbe, e forse aumenterebbe anche l'offerta; e queste conseguenze apparirebbero sempre più chiaramente prevedibili. Sembrerebbe dunque estremamente improbabile che i tassi d'interesse possano mantenersi su livelli tanto elevati; gli operatori a breve cesserebbero di scommettere in tal senso. Ai livelli estremi, le forze fondamentali della parsimonia e della produttività recuperano il loro ruolo e pongono limiti alle variazioni dei tassi di mercato.

Questa spiegazione riecheggia quella suggerita per i tassi di cambio e aiuta a fornire una base analoga per la spiegazione di come le autorità monetarie influenzino i tassi d'interesse. Dato che i tassi d'interesse futuri sono molto incerti, le aspettative riguardo al loro andamento non sono molto radicate; e i mercati si attaccano ad ogni indizio, anche banale. In assenza di solide informazioni, le azioni o le opinioni delle autorità monetarie hanno un peso spropositato, e il ricordo dell'influenza esercitata nel passato rafforza quella presente. Il potere della banca centrale sui tassi d'interesse deriva, in breve, dall'influenza che essa può esercitare sulle aspettative sui tassi d'interesse.

Ancora una volta questo potere non è illimitato, ma è confinato, come le variazioni dei tassi d'interesse, entro un intervallo delimitato dalle forze fondamentali della parsimonia e della produttività. Il potere della banca centrale sui tassi d'interesse (come sui tassi di cambio) dipende dalla capacità d'influire sulle opinioni del mercato: e, ai livelli estremi, questo potere svanisce.

Dal momento che la banca centrale agisce influenzando le aspettative sui tassi d'interesse, tutti i tassi d'interesse, a breve e a lungo, risentono dell'effetto. I tassi richiesti o pagati dalle banche sono tradizionalmente collegati in modo particolarmente stretto al tasso della banca centrale; ma ciò non potrebbe accadere se tutti gli altri tassi non si muovessero concordemente: in caso contrario un aumento del tasso della banca centrale espellerebbe dal mercato le banche, perchè i loro tassi risulterebbero troppo elevati. Questa osservazione è importante per quello che dovrò dire relativamente al controllo degli aggregati monetari.

Vale la pena di sottolineare un'implicazione generale di queste tesi. Come ho già sostenuto, se i tassi d'interesse avessero effetti ampi e rapidi sul risparmio e sull'investimento, la banca centrale non sarebbe in grado di modificarli nel modo descritto, e prevarrebbe il meccanismo classico. Per dirla in maniera paradossale, si potrebbe affermare che la banca centrale è in grado di manipolare i tassi d'interesse solo perchè i tassi d'interesse di per sé non sono molto importanti. Ma ciò non significa negare la rilevanza pratica dei tassi d'interesse. Dato che gli *stock* sono molto grandi, anche gli effetti limitati che la banca centrale può esercitare sull'investimento variando i tassi d'interesse possono costituire un'aggiunta o una detrazione alla domanda totale importante in un periodo di transizione medio-quasi breve. Più o meno lo stesso vale per i tassi di cambio.

In questa discussione sui tassi d'interesse ho nuovamente cercato di tracciare il quadro di un sistema con margini abbastanza ampi di flessibilità, in cui le forze reali impongono limiti ai movimenti delle variabili finanziarie, ma in cui, all'interno di un certo intervallo, la prevalenza dell'incertezza sul futuro lascia i tassi d'interesse indeterminati. Sono quindi liberi di agire i fattori che governano le aspettative di breve periodo; allo stesso tempo si apre alle autorità monetarie uno spazio per influenzare le aspettative e quindi i tassi d'interesse.

Lo *stock* di moneta

Finora ho discusso del prezzo delle attività finanziarie. Il prossimo problema riguarda lo *stock* di queste attività e in particolare le determinanti della quantità di moneta. Nel Regno Unito l'attenzione è stata rivolta soprattutto alla moneta nella definizione più ampia di M3, composta prevalentemente da depositi bancari (in prima approssimazione si possono trascurare monete e banconote). Ai depositi bancari fanno fronte i prestiti concessi dalle banche. Per spiegare l'andamento della moneta è quindi necessario disporre di una teoria del comportamento del sistema bancario. Dato che le *building society* sono sempre più simili alle banche, quanto dirò può essere facilmente esteso al loro caso.

Che cosa pone limiti alle dimensioni del sistema bancario? Le banche possono essere viste come intermediari che incanalano fondi dai risparmiatori agli investitori o, più propriamente, dagli operatori in

surplus finanziario a quelli in *deficit*. Nello svolgere questa funzione, le banche sono in concorrenza con le altre vie verso cui possono essere indirizzati i flussi finanziari, per esempio il mercato dei titoli. Si può allora costruire una teoria di portafoglio del sistema bancario, come ha fatto Tobin. Assumendo come dato il flusso finanziario totale, si può far dipendere la dimensione di equilibrio del sistema bancario dalle preferenze dei risparmiatori e degli investitori tra attività e passività bancarie e non bancarie e dalla efficienza relativa delle banche come intermediari. Assumendo che questi fattori non cambino, ci si aspetterebbe che la dimensione del sistema bancario aumenti con una crescita del flusso finanziario totale, quale è quella che normalmente accompagna la crescita del prodotto nazionale reale o del suo prezzo.

Consideriamo ora cosa accadrebbe se le banche cercassero di espandere i propri prestiti oltre il punto di equilibrio. L'incremento nei crediti concessi creerebbe depositi bancari in misura maggiore rispetto a quanto i risparmiatori desiderano detenere ai tassi d'interesse relativi prevalenti. I risparmiatori cercherebbero allora di acquistare più attività non bancarie,⁸ facendone salire il prezzo e riducendone il rendimento. Diventerebbe quindi più conveniente passare dall'indebitamento con le banche al finanziamento sul mercato dei titoli e restituire (o consolidare) alcuni dei prestiti precedentemente ottenuti, riportando così il volume del credito bancario e dei depositi alle rispettive dimensioni di equilibrio.

Nella realtà le banche non hanno margini di manovra tanto ristretti, per due motivi essenziali.

Innanzitutto ci sono ostacoli al processo di consolidamento, che richiede un cambiamento nella composizione sia delle attività detenute dal pubblico sia delle sue passività. Entrambi questi mutamenti possono incontrare ostacoli. Dal lato delle attività ci possono essere *tropi* immediati sostituti dei depositi bancari verso i quali si possono indirizzare i detentori di moneta in eccesso (depositi delle *building society*, titoli del debito pubblico, cambiali). Dal momento che i tassi d'interesse su questi immediati sostituti sono strettamente collegati tra loro, il desiderio di abbandonare la moneta provocherà ben pochi cambiamenti nei tassi d'interesse relativi — e quindi produrrà uno

⁸ Ciò presuppone che lo *stock* di attività finanziarie che i "risparmiatori" hanno deciso di detenere dipenda dal loro reddito e forse in misura ridotta dal livello medio dei tassi d'interesse, ma non dalla struttura relativa dei tassi d'interesse (che è il punto qua in discussione). I risparmiatori che si trovano a detenere temporaneamente depositi bancari in eccesso non cercano quindi di spendere le eccedenze nell'acquisto di beni e servizi.

scarso incentivo a cercare finanziamenti al di fuori delle banche. Dal lato delle passività del pubblico, ci sono spesso *troppo pochi* sostituti dell'indebitamento bancario. I singoli individui e le piccole imprese non dispongono di alternative valide (essenzialmente perché gli istituti non bancari disposti a concedere prestiti non sono in grado di valutare facilmente la loro solvibilità), così che su questo versante il sistema bancario non deve affrontare una seria concorrenza. Recentemente una parte spropositata dei prestiti concessi dalle banche sono andati a piccoli debitori; e non sembra ci siano molte probabilità che questa parte fondamentale dei crediti bancari sia rimborsata (potrebbe esserlo solo se i debitori cambiassero completamente idea rinunciando ad indebitarsi del tutto).

La seconda qualificazione importante all'idea che le forze di mercato limitano le dimensioni dell'attività bancaria è che le banche razionano il credito. Le banche non sono disposte a concedere a chiunque prestiti nella misura desiderata al tasso d'interesse prevalente, ma pongono limiti basati sulla valutazione della solvibilità del richiedente. Ci sono diverse interpretazioni di questo comportamento delle banche. Personalmente lo considero un'altra manifestazione dell'incertezza (nel senso di Knight³): si può infatti sostenere che i rischi che ogni credito presenta non sono suscettibili di una valutazione esatta. Poiché le banche sono avverse al rischio, il razionamento dei singoli prestiti è il modo per ridurre i rischi d'insolvenza. Incidentalmente, le stesse considerazioni valgono anche per il mercato delle obbligazioni: in un dato momento, perfino una società di grosse dimensioni non può collocare una quantità illimitata di titoli o obbligazioni. Il prevalere del razionamento significa che di solito le banche hanno una fascia di domande di finanziamento insoddisfatte o soddisfatte in modo incompleto, e possono quindi ampliare il credito se lo desiderano. È chiaro poi che gli *standard* in base ai quali valutare la solvibilità di un debitore possono cambiare, e cambiano.

C'è una terza caratteristica interessante del credito bancario. A prima vista sembrerebbe naturale supporre che il pubblico chieda prestiti con la sola intenzione di utilizzarli. Ci si può tuttavia indebitare anche per avere una maggiore liquidità, come sembra sia avvenuto in gran parte negli ultimi anni. L'alternativa per chi desidera accrescere i propri saldi liquidi è infatti soltanto spendere una frazione inferiore del

³ In un senso contrapposto a quello del rischio la cui probabilità può essere quantificata.

reddito o vendere attività non monetarie; indebitarsi con le banche può richiedere un minor sacrificio. La maggior facilità con cui il credito è stato concesso recentemente può aver aperto questa possibilità. In tal caso sia la domanda di prestiti bancari, sia la domanda di saldi monetari possono essere molto elastiche.

Venticinque anni fa si tentava di spiegare la quantità di moneta nella definizione più ampia in termini di livello del reddito nazionale e dei tassi d'interesse. I quattro fattori che ho ricordato (il fatto che tutti i tassi d'interesse variano insieme; la capacità delle banche di variare i criteri con cui concedono prestiti; gli ostacoli al consolidamento dei prestiti bancari; la possibilità di accrescere i saldi monetari con il ricorso al credito bancario) devono tutti mettere in questione la stabilità delle funzioni di domanda di moneta; e probabilmente contribuiscono a spiegare perché, per la moneta secondo questa definizione, non è più possibile trovare relazioni semplici di questo tipo.

C'è stata qualche tendenza ad una crescita della moneta M3 in linea con la crescita del PIL nominale. Tuttavia nel Regno Unito si sono avuti due periodi dall'inizio degli anni settanta — uno breve e l'altro tuttora in corso — nei quali la crescita monetaria è stata ben più rapida di quella del PIL, così come c'è stato un breve periodo in cui essa è stata più lenta. Tutti e quattro i fattori sopra menzionati sono stati probabilmente rilevanti per spiegare queste variazioni. In un certo senso, la rapidità della crescita recente della moneta può essere considerata come un risultato dell'innovazione finanziaria in risposta ad una maggiore concorrenza. Ma è una spiegazione troppo generale, e sarebbe necessario guardare più a fondo.

Non bisogna ovviamente concludere che non ci sono limiti alle dimensioni del credito bancario. Le preferenze di debitori e creditori chiaramente devono stabilire un qualche limite, anche se vagamente definito. Anche in questo caso abbiamo un sistema con ampi margini di flessibilità.

Il controllo monetario

Come ultimo punto dobbiamo esaminare le implicazioni di quanto si è detto per la politica economica. Gli obiettivi della politica monetaria sono molto cambiati nel corso del tempo. Nell'ultimo decennio e nella

maggior parte dei paesi industrializzati l'obiettivo è stato il controllo del saggio di crescita di uno o più aggregati monetari. Dobbiamo ora domandarci il motivo e la rilevanza delle difficoltà incontrate su questa strada.

Nel Regno Unito il fine primario è stato il controllo di M3. Questo obiettivo ormai è stato abbandonato, ma la crescita di M3 è ancora ritenuta non priva di importanza. Il principale strumento adottato è stato il tasso d'interesse della banca centrale.

Il saggio di crescita di M3 (per lo più depositi bancari) dipende dalla rapidità con cui le banche aumentano il credito. Al crescere del PIL e quindi dei redditi e dei profitti di quanti chiedono prestiti bancari, è probabile che le banche aumentino i crediti concessi. Uno dei modi in cui la politica monetaria potrebbe sperare di riuscire a controllare M3 può essere un aumento dei tassi d'interesse sufficiente a deprimere l'investimento e, di conseguenza, a ridurre il PIL; e quindi, indirettamente, a rallentare il credito bancario. Questo tipo di politica è chiaramente analogo ad agitare il cane per agitare la coda; richiederebbe inoltre aumenti dei tassi d'interesse molto consistenti per ottenere risultati significativi. Gli argomenti contrari sono che, innanzitutto, il potere delle banche centrali di spingere in alto i tassi d'interesse è, come ho già spiegato, essenzialmente limitato; e, più praticamente, che uno sforzo deliberato di generare una seria recessione avrebbe un costo elevato in termini economici e politici. Questo chiaramente non rientra negli obiettivi.

Lo scopo non era quello di ridurre il ricorso al credito in generale, bensì quello di ridurre il ricorso al credito delle banche, indirizzando i flussi finanziari verso altri canali. La speranza era che un aumento del tasso d'interesse della banca centrale avrebbe avuto questo effetto.

Ho già osservato che un aumento del tasso d'interesse della banca centrale, modificando verso l'alto le aspettative relative ai tassi d'interesse, aumenta tutti i tassi indistintamente, e quindi non riesce a rendere il finanziamento bancario relativamente più costoso. Inoltre, anche se si forma un qualche incentivo ad abbandonare l'indebitamento con le banche, per molti il vantaggio relativo del credito bancario è così grande che l'effetto diversivo avrebbe dimensioni ridotte e si farebbe sentire con ritardo. In realtà l'andamento del credito bancario si è dimostrato insensibile alle variazioni del tasso d'interesse della banca centrale.

C'è più speranza di controllare un aggregato monetario ristretto, come M1, perché è probabile che una buona parte di esso consista di depositi su cui non sono pagati interessi. Un aumento dei tassi

d'interesse può dunque provocare una contrazione di questo tipo di depositi. Il risultato sarà che il credito bancario non subisce variazioni, ma corrisponderà in misura maggiore a depositi che danno interesse (e che possono essere esclusi dalla definizione dell'aggregato più ristretto). Il risultato forse non è molto importante. Ci sono poi dei limiti a questo processo. Se l'aggregato monetario ristretto continuasse ad avere la tendenza a crescere "troppo velocemente", per controbilanciare questa tendenza i tassi d'interesse dovrebbero crescere continuamente; e ci sarà un punto, come ho detto, oltre al quale un ulteriore aumento è impossibile.

Piuttosto che questo uso discrezionale dei tassi d'interesse, molti preferirebbero l'uso del controllo della base monetaria. Il principio può essere esposto nella forma di un sillogismo. Premessa maggiore: le banche devono detenere una frazione dei propri depositi come riserve (in Inghilterra le riserve sono depositi presso la banca centrale). Premessa minore: le banche centrali possono controllare la dimensione delle riserve (attraverso strumenti sui quali non voglio insistere). Conclusione: le banche centrali possono controllare il totale dei depositi bancari.

Ma come vanno le cose in pratica? Ogni banca può chiedere in prestito riserve alle altre banche; e se l'intero sistema attraversasse una carenza di riserve, la concorrenza tra le banche spingerebbe al rialzo i tassi d'interesse a breve. La teoria prevede che come conseguenza anche i tassi d'interesse praticati dalle banche dovrebbero aumentare, e quindi la domanda di credito bancario subirebbe un calo. Tuttavia quello che sappiamo del sistema attuale suggerisce un diverso corso degli eventi. Tutti i tassi d'interesse aumenterebbero impedendo che sia incentivata la disintermediazione bancaria. Il credito bancario non subirebbe quindi diminuzioni: l'unico risultato sarebbe che le banche si troverebbero nella spiacevole situazione di avere riserve troppo basse.

Fissare un minimo obbligatorio per il rapporto riserve depositi gioverebbe poco. Le banche potrebbero assolvere l'obbligo di riserva soltanto organizzandosi insieme e autoimponendosi un sistema di razionamento del credito. I flussi finanziari si sposterebbero sul canale di finanziamento sostitutivo più vicino, soprattutto sulle cambiali, con un effetto che di solito è liquidato con l'appellativo di "cosmetico".

Si possono aggiungere altre osservazioni relative a metodi alternativi di controllo monetario, in particolare controlli diretti sul credito e metodi di finanziamento (compreso l'*overfunding*) del fabbisogno dello Stato. Ma, generalmente parlando, a mio modo di vedere è proprio su

questo punto che il dibattito si è arenato. Man mano che la fiducia nell'efficacia del controllo monetario è svanita, gli obiettivi monetari (almeno nel Regno Unito) sono stati più o meno abbandonati, e l'enfasi della politica monetaria si è spostata sul controllo del tasso di cambio, cosa, credo, perfettamente sensata. Quanto sono andato dicendo può quindi forse essere coerente con l'ortodossia corrente (versione 1988).

Ma forse la conversione è stata soltanto di carattere pratico, forzata dal fallimento del controllo degli aggregati monetari. Non è altrettanto chiaro se la delusione si sia estesa agli scopi che motivavano l'esperimento degli obiettivi monetari. Vale forse la pena di riflettere brevemente sulla convinzione sottostante a quel tipo di politica monetaria, vale a dire, in poche parole, sull'idea che le dimensioni dello *stock* di moneta sono importanti perché influiscono sul livello dei prezzi. Sembra che le obiezioni a tale idea siano di due tipi.

La tesi appartiene chiaramente a quel genere di proposizioni — di cui ci sono stati vari esempi nella storia delle controversie economiche — che dipendono dall'esistenza nel sistema economico di alcuni coefficienti fissi. Comincerò con un'argomentazione analoga in un campo diverso. Un tempo si sosteneva, soprattutto da parte di scienziati e tecnici che credevano nei coefficienti fissi, che dal momento che l'offerta di materie prime nel mondo è finita, la crescita economica ad un certo momento si dovrebbe arrestare. Gli economisti generalmente hanno irriso a queste proiezioni, sostenendo che i coefficienti erano elastici; che la carenza di una data materia prima ne avrebbe fatto salire il prezzo e quindi avrebbe favorito l'emergere di processi produttivi alternativi che ne avrebbero fatto un uso minore. La natura ha un suo modo di aggirare gli ostacoli fissi. Nello stesso modo si dovrebbe sostenere che una quantità di moneta fissa promuoverebbe l'uso di sostituti prossimi della moneta e che la crescita economica andrebbe avanti nonostante la costanza dello *stock* monetario. Lo stesso preciso ragionamento dovrebbe valere per un continuo aumento del livello dei prezzi. La creazione di moneta fa parte dell'economia di mercato; le banche, se ne hanno la possibilità, creano una quantità maggiore di moneta quando il livello dei prezzi sale. Se questa reazione fosse impedita, le istituzioni non bancarie sarebbero costrette a creare quasi-moneta come migliore sostituto alla funzione dell'intermediazione bancaria di fronte a una domanda che cresce in seguito al continuo aumento del livello dei prezzi. L'aumento dei prezzi quindi non sarebbe bloccato. La seconda obiezione riguarda il fatto che gli estesi poteri della banca centrale non arrivano alla capacità di arrestare il processo di

creazione della moneta, a meno che non si ricorra a divieti diretti. Se, come è opinione concorde, simili misure sono inutili, le banche centrali restano prive di potere su questo versante. I prezzi determinano la moneta, non viceversa.

L'idea che il controllo della quantità di moneta fornisca un mezzo per ancorare il livello dei prezzi è profondamente radicata nel dibattito economico. Non è un'idea puramente monetarista, bensì un ingrediente di gran parte della recente teoria macroeconomica; ed esercita un vasto richiamo. Ma per le ragioni esposte, mi sento di concludere a favore del suo abbandono.

Conclusioni

Ho cercato di spiegare come le banche centrali, che sono istituzioni di piccole dimensioni, possono avere una notevole influenza. Ho cercato altresì di definire i limiti di tale influenza. Per comprendere il potere delle banche centrali, è importante capire sia da dove proviene sia quali sono i suoi limiti.

Ho sostenuto che l'esistenza dell'incertezza implica che i legami tra sviluppo finanziario e economia reale sono piuttosto labili. Questa flessibilità fornisce alla banca centrale lo spazio per l'esercizio di una rilevante influenza, all'interno di un certo intervallo, sui tassi di cambio e sul prezzo e rendimento delle attività finanziarie del paese. Le variazioni dei prezzi di tali attività hanno un certo effetto sulla dimensione dell'investimento interno ed estero e tramite il tasso di cambio, sul livello dei prezzi. Tutto questo però vale solo entro determinati limiti. Gli effetti possono essere importanti nel breve-medio periodo, ma ciò non significa che l'intervento della banca centrale possa modificare nel periodo più lungo la produzione o il livello dei prezzi.

J.C.R. Dow